Münster.1930 № 16

Jur. Diss.

Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1924—1928 mit einem Vergleich zur Vorkriegszeit.

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde einer Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Westf. Wilhelms-Universität zu Münster i. Westf.

vorgelegt von

Diplomvolkswirt Georg Schulte
aus Döthen, Kreis Bersenbrück.

Gedruckt bei Heinr. & J. Lechte, Emsdetten i. Westf.

1930

Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1924—1928 mit einem Vergleich zur Vorkriegszeit.

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde einer Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Westf. Wilhelms-Universität zu Münster i. Westf.

vorgelegt von

Diplomvolkswirt Georg Schulte
aus Döthen, Kreis Bersenbrück.

Gedruckt bei Heinr. & J. Lechte, Emsdetten i. Westf.

1930

Referent : Herr Prof. Dr. Bruck

Korreferent : Herr Prof. Dr. Hoffmann.

R. UNIV. BIBLIOTHEEK LEIDEN

Inhaltsverzeichnis.

Seite

Vorwort.

Einleitung.

§ 1. Aufbau und Einrichtung der Arbeit 2

1. Kapitel: Zur Theorie des Zinsfußes.

1. Abschnitt: Allgemeine Grundlegungen.

§ 2. Ueber Begriff Geld, Kapital und Zinsfuß. 4

§ 3. Geld- und Kapitalmarkt. 10

2. Abschnitt: Die Zinsfußgestaltung am Geld- und Kapitalmarkt.

§ 4. Die Beziehungen der Anlagearten des Kapitals untereinander. 18

§ 5. Die Höhe des Zinsfußes im allgemeinen. 27

2. Kapitel: Geschichte des Zinsfußes.

1. Abschnitt: Die Entwicklung in der Vorkriegszeit.

§ 6. Die säkuläre Entwicklung (1815—1914). 40

§ 7. Die zyklische Entwicklung (1908—1914). 46

2. Abschnitt: Die Darstellung der Entwicklung von 1924—1928.

§ 8. Der Zinsfuß der Reichsbank und des offenen Marktes. 63

§ 9. Der Zinsfuß im Bankverkehr. 70

§ 10. Der Zinsfuß der Wertpapiere und Hypotheken. 81

§ 11. Gegenüberstellung der Perioden 1908—1914 und 1924—1928. 107

3. Kapitel: Die Ursachen der Entwicklung von 1924—1928.

1. Abschnitt: Wirtschaftsverfassung und Wirtschaftsablauf.

§ 12. Kapitalschwund und Kapitalfehlleitung. 110

§ 13. Der Wirtschaftsablauf und der Zins. 114

Exkurs: § 14. Der Einfluß des Zinses auf den Beschäftigungsgrad. 131

2. Abschnitt: Die Kapitalbeschaffung.

§ 15. Allgemeines. 139

§ 16. Der inländische Geldmarkt. 143

§ 17. Der inländische Kapitalmarkt. 152

§ 18. Der ausländische Kapitalmarkt und der Einfluß auf den deutschen Zinsfuß. 168

§ 19. Reichsbankpolitik und Zinsfuß. 187

Schluß: § 20. Zusammenfassung und Ausblick auf die weitere Zinsfußgestaltung. 195

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41555422_0045

Literaturverzeichnis.

Adler, Karl: Kapitalzins und Preisbewegung. München—Leipzig. 1913.

Albert, Hermann: Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1895 bis 1908, Leipzig 1910.

Amonn, Alfred: Grundzüge der Volkswohlstandslehre. Jena 1926.

Argentarius (Lansburgh):
Alte Briefe 1908—1911. Berlin 1921.
Vom Gelde. Berlin 1921.
Die Notenbank. Berlin 1922.

Auler, Wilhelm: Das Pfandbriefgeschäft als Kapitalquelle der deutschen Hypothekenbanken. Berlin 1926.

Bendixen, Friedr.: Das Wesen des Geldes. München—Leipzig 1922.

Derselbe: Währungspolitik und Geldtheorie im Lichte des Weltkrieges. München—Leipzig 1919.

Böhm-Bawerk, Eugen v.: Kapital und Kapitalzins. Innsbruck 1914.

Derselbe: Artikel „Zins" im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl. Jena 1924.

Bonn, M. J.: Das Schicksal des deutschen Kapitalismus. Berlin 1926.

Cassel, Gustav: Theoretische Sozialökonomie, 2. Aufl. Leipzig 1921; 4. Auflage. Leipzig 1927.

Dalberg, Rudolf: Deutsche Währungs- und Kreditpolitik 1923—1926. Berlin 1926.

Feilen, Josef F.: Die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes. Berlin-Leipzig 1923.

Feiler, Arthur: Die Konjunkturperiode 1907—1913 in Deutschland. Jena 1914.

Fürstenberg, Hans: Ein Land ohne Betriebsmittel, 2. Aufl. Berlin 1925.

Fürstenberg, Hans: Drei Jahre Goldwährung. Berlin 1927.

Gutenberg, Erich: Die Unternehmung als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Theorie. Berlin 1929.

Hahn, L. Albert: Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits, 2. Aufl. Tübingen 1924.

Derselbe: Artikel „Kredit" im Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl. Jena 1924.

Hahn, L. Albert: Geld und Kredit, Gesammelte Aufsätze. Tübingen 1924.

Homburger, Paul: Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870—1903, Diss. 1905.

Hume, David: Nationalökonomische Abhandlungen, übersetzt von H. Niedermöller. Leipzig 1877.

Kahn, Julius: Geschichte des Zinsfußes in Deutschland und die Ursachen seiner Veränderung. Stuttgart 1884.

Keynes, John Maynard: Ein Traktat über Währungsreform, übersetzt von Ernst Kocherthaler, München 1924.

Die Kreditwirtschaft, Kölner Vorträge, Bd. I und II, Leipzig 1927.

Kuczinski, Robert B.: American Loans to Germany, New York 1927.

Lansburgh, Alfred: Die Maßnahmen der deutschen Reichsbank zur Erhöhung der Liquiditität der deutschen Kreditwirtschaft. Stuttgart 1914.

Lukas, Eduard: Erwägungen über die Bestimmungsgründe und die innere Verbundenheit des Angebotes und der Nachfrage, die den Kapitalzins begründen, in: Eheberg-Festgabe. Leipzig 1925.

Mahlberg, Water: Zum Neubau des Kredits. Leipzig 1924.

Mannstaedt, Heinr.: Ein kritischer Beitrag zur Theorie des Bankkredits. Jena 1927.

Moll, Bruno: Logik des Geldes. München—Leipzig 1916.

Mombert, Paul: Besteuerung und Volkswirtschaft. Karlsruhe 1921.

Mombert, Paul: Einführung in das Studium der Konjunktur, 2. Aufl. Leipzig 1925.

Mühlenfels, Albert v.: Transfer. Jena 1926.

Plenge, Johann: Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt. Berlin 1913.

Polak, N. J.: Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer, aus dem Holländischen übersetzt von Dr. Rosa Philips. Berlin 1926.

Prion, Wilhelm: Das deutsche Wechseldiskontgeschäft. Leipzig 1907.

Derselbe: Kreditpolitik, Aufsätze und Reden. Berlin 1926.

Derselbe: Der internationale Geldmarkt, in „Das Werden der Weltwirtschaft". Berlin 1926.

Rosch, Karl: Kreditinflation und Wirtschaftskrisen unter besonderer Berücksichtigung der Konjunkturentwicklung Deutschlands vor dem Krieg. Jena 1927.

Sartorius, v. Waltershausen: Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Auslande. Berlin 1907.

Schacht, Hjalmar: Die Stabilisierung der Mark. Berlin—Leipzig 1927.

Schulte, Fritz: Die Hypothekenbanken. München—Leipzig 1918.
Schumpeter, Josef: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 1. Aufl. Leipzig 1912. 2. Auflage. München—Leipzig 1926.
Spiethoff, Arthur: Artikel „Krisen" im H. d. St. 4. Aufl. Jena 1926.
Voye, Ernst: Ueber die Höhe der verschiedenen Zinsarten und ihre wechselseitige Abhängigkeit. Die Entwicklung des Zinsfußes in Preußen von 1807 bis 1900. Jena 1902.
Wagner, Adolph: Sozialökonomische Theorie des Geldes und des Geldwesens. Leipzig 1909.
Wicksell, Knut: Geldzins und Güterpreise. Jena 1898.

Jahrbücher, Zeitschriften, Zeitungen und sonstiges Material.

The American Economic Review.
Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Bd. 51, 52 u. 54.
Die Bank.
Bankarchiv.
Bankwissenschaft.
Berichte des Generalagenten für Reparationszahlungen.
Berliner Börsen-Courier.
Berliner Börsen-Zeitung.
Berliner Tageblatt.
Börsenkalender der Frankfurter Zeitung.
The Commercial and Financial Chronicle.
Deutsche Bergwerkszeitung.
Der deutsche Oekonomist.
Deutsche Tageszeitung.
Der deutsche Volkswirt.
The Economist.
Einzelschriften zur Statistik des Deutschen Reichs, Nr. 3, Die Deutschen Banken 1924 bis 1926. Berlin 1926.
Frankfurter Zeitung.
Harvard Business Review, Jahrg. 1926.
Industrie- u. Handelszeitung.
Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik und Volkswirtschaftliche Chronik (Conrads Jahrbücher).
Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reiche. (Schmollers Jahrbücher) 1904 u. 1909.
Jahresberichte des Vereins Berliner Grundstücks- und Hypothekenmakler, e. V. Jahrgänge 1909—1912.

Journal of the American Statistical Association.
Kölnische Volkszeitung.
Kölnische Zeitung.
Die Krisis in der Landwirtschaft und Mittel zu ihrer Behebung, Bericht der 5. Hauptversammlung der Preußischen Hauptlandwirtschaftskammer, am 15. und 16. Februar 1924 in Berlin. Berlin 1924.
Magazin der Wirtschaft.
Statistische Uebersichten über die allgemeine Wirtschaftslage, herausgeg. v. Ludwig Pohle, Beilage zur Zeitschrift für Sozialwissenschaft.
Die Reichsbank 1910—1925. Berlin 1925.
Verwaltungsberichte der Deutschen Reichsbank.
Berichte der Reichskreditgesellschaft.
Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 171/3. 1926
Die Sparkasse.
Deutsche Sparkassenzeitung.
Verwaltungsberichte der Preußischen Staatsbank.
The Statist.
Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich.
Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reichs.
Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung. Berlin 1926—1928.
Vossische Zeitung.
Weltwirtschaftliches Archiv, 24. Bd. 2. Heft. 1926.
Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung, 1924—1928—
Wirtschaftsdienst.
Das Wirtschaftsjahr, 1909—1914 und 1926 u. 1927.
Wirtschaft und Statistik.
Zeitschrift für Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung.
Private Mitteilungen.

Vorwort.

Weltkrieg und Inflation haben den deutschen Kapitalmarkt und die Gestaltung des deutschen Zinsfußes nachhaltig beeinflußt. Als Spiegelbild der jeweiligen wirtschaftlichen Lage hat die Gestaltung des Zinsfußes schon früher stets große Beachtung gefunden. Die ungewohnten Bahnen der Zinskurve in den letzten Jahren mußten dieses Interesse wesentlich verstärken. Am Ende der Inflation und am Anfang der Stabilisierung hatte der Zinsfuß eine außerordentliche Höhe erreicht. Das Vorkriegsniveau konnte auch später nicht wieder erreicht werden. Die wirtschaftlichen Wellenbewegungen verliefen ungewisser und kurzatmiger. Auslandseinflüsse und Reichsbankpolitik spielten eine wesentliche Rolle. Diesen Dingen gilt es nachzugehen.

Es ist mir eine angenehme Pflicht, meinem hochverehrten Lehrer, Herrn Professor Dr. Bruck, für die Anregung zu dieser Arbeit und für die vielfache Förderung und Unterstützung auch an dieser Stelle meinen besonderen Dank auszusprechen. Allen Anderen, die mir beim Zustandekommen meiner Arbeit mit Rat und Tat zur Seite standen, sei auch hier nochmals gedankt.

Einleitung.

§ 1. Aufbau und Einrichtung der Arbeit.

Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland ist in der Vorkriegszeit in verschiedenen Arbeiten dargestellt worden.[1]) Die letzte reicht bis zum Jahre 1908. War es unsere wesentliche Aufgabe, die Zinsfußgestaltung in der Zeit nach der Stabilisierung zu untersuchen, so erschien doch ein Rückblick auf die Vorkriegszeit unerläßlich, zumal sich dabei die Gelegenheit bot, einen sogenannten Konjunkturzyklus in allen Phasen zu beobachten.

Die konjunkturelle Gestaltung des Zinsfußes hat auch früher ihre Beachtung gefunden. Durch die Weiterentwicklung der Konjunktur- und Zinstheorie waren wir genötigt, hierauf näher einzugehen. Es mußte zunächst eine theoretische Darstellung über den Zins und über Zusammenhänge zwischen Konjunktur und Zins gegeben werden. Dies schien uns für das Verständnis der tatsächlichen Entwicklung wesentlich zu sein. Mochte an sich eine chronologische Behandlung des geschichtlichen Stoffes wünschenswert erscheinen, wir mußten davon abstehen, weil sie zu Wiederholungen stets Anlaß gegeben hätte und die verursachenden Hauptelemente dadurch weniger klar in Erscheinung getreten wären.

Für die Behandlung des Stoffes war damit der Weg gewiesen. Wir haben zunächst daduktiv die allgemeinen Gründe für die Gestaltung des Zinses an sich wie der Kapitalanlagearten untereinander klarzulegen versucht (1. Kapitel, Theoretischer Teil), eine Schilderung der tatsächlichen Entwicklung folgen lassen (2. Ka-

---

[1]) Kahn, Julius: Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1815 und die Ursachen seiner Veränderung, Stuttgart, 1884.

Voye, Ernst: Ueber die Höhe der verschiedenen Zinsarten und ihre wechselseitige Abhängigkeit. Die Entwicklung des Zinsfußes in Preußen von 1807—1900. Jena 1902.

Homburger, Paul: Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870—1903. Diss. 1905.

Albert, Hermann: Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1895—1908. Leipzig 1910.

pitel), um alsdann (3. Kapitel) für die fragliche Zeit die Ursachenkomplexe in ihrer Einwirkung auf den Zins aufzuhellen. Unserer Schilderung der Entwicklung von 1924—1928 gehen anschließend an die theoretischen Erörterungen eine Darstellung der säkularen Zinsentwicklung sowie der Gestaltung während des letzten Vorkriegszyklus voraus, während ihr ein Vergleich mit der Vorkriegszeit folgt, um auf diese Weise die Unterschiedlichkeit in der Zinsfußgestaltung deutlich werden zu lassen.

Die oftmals festgestellten Zusammenhänge zwischen Zins und Konjunkturverlauf ließen es angebracht erscheinen, in einem Exkurs den Versuch zu unternehmen, einen induktiven Beweis für den Zins als verursachendes Element der Krise zu führen.

1. Kapitel: Zur Theorie des Zinsfußes.

1. Abschnitt: Allgemeine Grundlagen.

§ 2. Ueber Begriff Geld, Kapital, Zinsfuß.

Der Zins ist der Preis für die leihweise Ueberlassung von Kapital. Den in einer Prozentziffer von Kapital ausgedrückten Preis der Ueberlassung, für die Dauer eines Jahres berechnet, nennt man Zinsfuß.

Der Zins steht mit dem Gelde in engster Verbindung. Da dies für unsere Untersuchung von fundamentaler Bedeutung ist, mögen zunächst einige Ausführungen über das Wesen des Geldes Platz finden.

Eine wirtschaftliche Leistung, möge sie Warenform annehmen oder in Diensten bestehen, hat prinzipiell den Zweck, die Beschaffung einer anderen Leistung von einem anderen Individuum zu ermöglichen. In der heutigen mannigfaltig gegliederten und auf Arbeitsteilung beruhenden Volkswirtschaft soll und kann die Gegenleistung fast nur von anderen Personen als denen, die die Leistung erhielten, an anderen Orten, zu anderen Zeiten und in verschiedenen Teilen bezogen werden. Prinzipiell ist es unbekannt, wer überhaupt die Leistung erhält, die Gegenleistung liefert, an welchem Orte das eine, an welchem Orte das andere sich vollzieht und welcher Zeitraum zwischen den beiden Akten vergeht. Jedes Einzelglied innerhalb dem vielgliedrigen Ganzen der heutigen Volkswirtschaft kann, da es durch bestimmte festgelegte Beziehungen zu anderen nicht gebunden ist, nach freiem Ermessen mit anderen Gliedern solche Beziehungen anknüpfen und lösen. Allerdings ist infolge der Arbeitsteilung eine „Fühlungnahme" zwar unbedingt notwendig, sie erfolgt aber mit unbestimmten Dritten. Das heißt: es wird für den abstrakten Markt produziert und vom abstrakten Markt nach einiger Zeit (die allerdings auf ein Minimum herabgehen kann) der Gegendienst verlangt. Die Regelung der Produktion erfolgt nach einer sich auf dem Markt ergebenden Meßzahl, dem „Preis". Zur Geltend-

machung eines Anspruches aus einem Dienst an den Markt auf einen Gegendienst muß es ein allgemein anerkanntes Verkehrsinstrument geben, gegen das man Waren und Dienste verkaufen und womit man diese wiederkaufen kann.

Ein solches Verkehrsinstrument ist das Geld. Allerdings kann nicht jede Ware oder jede Leistung einen Erlös in Geld erzielen, sondern vielmehr nur solche, die ökonomisch brauchbar sind und nachgefragt werden, d. h. über die „das Verkehrsurteil sein placet" spricht.[2]) Das Geld ist „das Dokument . . . für jenes ‚placet'", dafür, daß der Markt die Ware als „Wert" angesprochen hat.[3]) Für eine individuell bestimmte Ware wünscht und erhält man nicht eine andere ebenfalls individuell bestimmte — denn dann läge Tausch und nicht Kauf und Verkauf vor —, sondern eine „allgemein bestimmte, absolute Form, eben die „Geldform"".[4]) Es wird nicht gleichzeitig gegen eine Leistung die Gegenleistung in anderen Gütern realisiert, vielmehr wird der Anspruch darauf aufgeschoben.[5]) „Geld" gelangt nur dann zur Entstehung, wenn jemand etwas leistet, ohne gleichzeitig die äquivalente Leistung eines anderen zu beziehen, also zu konsumieren.[5]) Geld ist „zurückgehaltene potentielle Marktanwartschaft: Objektivation von Ansprüchen an das Sozialprodukt".[6])

Die Worte „Objektivation" oder „Dokument" dürfen jedoch nicht dazu verleiten, das Geld als etwas Materielles zu betrachten. Geld ist seinem Wesen nach etwas Abstraktes, und die etwa bestehenden körperlichen Formen, wie Note und Münze, sind nur „Geldzeichen". Am meisten tritt der „Charakter des Geldes als eines abstrakten Rechts, eines Rechts zum Bezuge von Gütern in der Form des Giralgeldes hervor.[7])

Geld ist also keine Ware, auch nicht, wenn es zufällig aus Metall besteht. In solchem Fall hat eben die spezifische Ware

---

[2]) Feilen, Josef F. Die Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes, Berlin und Leipzig 1923, S. 37, nach Marx.
[3]) Ebenda.
[4]) Ebenda S. 39.
[5]) Lansburgh, Alfred, Die Bank, Heft 4/5, 1920, S. 187.
[6]) Feilen a. a. O., S. 44.
[7]) Argentarius (Lansburgh). Vom Gelde, Berlin 1921, S. 116.

(Gold) als solche aufgehört zu existieren, und es ist die absolute Form der Ware (Geld) entstanden. Stirb und werde![8])

Geld ist auch nicht bloß Recheneinheit. Das hätte eine Wirtschaftsform zur Voraussetzung, in der getauscht, ein spezielles Gut gegen ein anderes spezielles hingegeben wird. Wir sehen aber, daß Geld eben nur dann entsteht, wenn die Gegenleistung einstweilen nicht in realen Gütern erfolgt. Eine bloße Recheneinheit kann auch niemals Wert haben. Das hat aber Geld. Am besten läßt sich das ausdrücken durch die Marx'sche Formel W — G — W, die es im Falle der bloßen Recheneinheit nicht gibt, da lautet sie W — W.

Geld ist schließlich auch kein Kredit. Allerdings ist in obigen Ausführungen implicite enthalten, daß ein Geldbesitzer dem Markt für die Dauer des Besitzes notwendigerweise die Gegenleistung stundet, dem Markt gewissermaßen — wenn man will — einen Kredit gewährt. Der Geldbesitzer tut durch den Besitz des Geldes dar, daß er augenblicklich ein reales Gut, auf das er Anspruch hat, entbehren kann und seinen Anspruch erst später geltend machen will. (Dem Gelde wohnt also notwendig der Begriff der Dauer inne!)[9]) Allein dieser „Kredit" ist naturnotwendig mit dem Gebrauch des Geldes verbunden. Was man aber allgemein unter Kredit versteht, besteht in einer freiwilligen Ueberlassung von Geld an einen anderen, damit dieser es benutzen möge, solange der „Verleiher" seine Ansprüche auf Waren (im weitesten Sinne gefaßt) nicht geltend machen will oder braucht.[10])

Wie bereits ausgeführt, entsteht Geld durch Vollbringung wirtschaftlicher Leistungen, durch den Verkehr. Wenn der Staat ein Geldzeichen ausgibt, so ist das eine Beglaubigung für die vollbrachte Leistung. Gibt der Staat mehr Zeichen aus, als Leistungen

---

[8]) Elster, Karl, Kaufrecht und Geltung des Geldes, Conrads Jahrbücher, 3. Folge, 60. Band, 1920, S. 247, und Elster, die Seele des Geldes, Jena 1920, S. 41.

[9]) vgl. Wagner, Adolph, Sozialökonomische Theorie des Geldes und des Geldwesens, Leipzig, 1909, S. 120 ff.

[10]) Eine Gleichsetzung von Geld und Kredit (Alb. Hahn) ist also logisch unrichtig. Vgl. hierzu Hahn, Alb. Volkswirtschaftl. Theorie des Bankkredits, Tübingen 1920 und 1924, ferner Geld und Kredit, gesammelte Aufsätze, Tübingen 1924, S. 144.

vollbracht sind, so sind diese zusätzlichen im Verkehr den anderen zwar gleich, sie sind aber in Wirklichkeit Fälschungen und bedeuten eine Entrechtung der Besitzer des eigentlichen Geldes. Werden dagegen Geldzeichen vernichtet (z. B. nach Eintreibung von Steuern), so entfällt auf die übrigbleibenden Geldzeichen ein entsprechend größerer Teil des Sozialproduktes.

Die Geldmenge im Sinne von Kaufkraft bezw. die Summe rechtmäßiger Ansprüche an das Sozialprodukt bleibt in beiden Fällen absolut die gleiche. Nur die Geldzeichen haben sich vermehrt oder vermindert. Für gewöhnlich werden aber diese Geldzeichen einfach mit Geld bezeichnet. Der Unterschied darf jedoch nicht übersehen werden. Nicht anders liegt die Sache, wenn anstelle von beweglichen Geldzeichen mit Bankguthaben („Giralgeld") gezahlt wird. Wenn eine Bank Kaufkraft gewährt (Kredit einräumt), ohne daß sie selbst vorher solche erhalten hat, so treten auch diese „geschöpften" Bankguthaben den organisch entstandenen gegenüber gleichwertig auf. Es ist auch möglich, ohne Schaden für die Volkswirtschaft, einen Teil solcher „zusätzlicher" Kaufkraft zu schöpfen, weil die bereits bestehende, die ein wirkliches Anrecht auf Güterbezug darstellt, zu einem Teil zeitweilig ruht. Es liegt genau dasselbe vor, wie wenn der Staat zusätzliche Geldzeichen ausgibt, die den alten rechtmäßigen gegenüber „ebenbürtig" auftreten. Beidemal kann jeder Teil bestehender Kaufkraft nur noch einen gegenüber früher verminderten Teil des Sozialproduktes erwerben. Das äußert sich in steigenden Warenpreisen. Es bedeutet Inflation hier wie dort. Die Kaufkraft insgesamt hat sich nicht vermehrt, würde sich auch nicht vermindern, wenn einem Teil der Individuen das Bankguthaben plötzlich entzogen würde. Die Kaufkraft der Geldeinheit nimmt entsprechend der Geldvermehrung oder Geldverminderung ab oder zu, vorausgesetzt, daß alle anderen Bedingungen konstant bleiben, vor allen Dingen keine Produktivitätsverschiebung auf der Warenseite eintritt.

Damit ist noch nichts näheres über die sonstigen ökonomischen Auswirkungen einer solchen Geldvermehrung oder Geldverminderung auf Preis- und Zinsniveau, Kreditvolumen oder gar gegebenenfalls auf die gesamte Struktur der Wirtschaft eines Volkes gesagt. Dieselben sind für den Zins von großer Wichtigkeit und werden uns später beschäftigen.

Die leihweise Uebertragung von Geld (Kaufkraft, Güterbezugsrechten) von einem Individuum auf das andere ist Kredit. Eine solche Uebertragung wird aber nicht ohne besonderen Anreiz dazu vorgenommen werden — ökonomische Handlungsweise natürlich vorausgesetzt. Derjenige, der zur Zeit kein Bezugsrecht auf Güter hat, aber eins ausüben möchte, muß demjenigen, der ein solches besitzt, ein Aufgeld bieten, damit er es ihm überläßt. Ein solches Aufgeld kann er jedoch nur bieten ,wenn er glaubt, daß er durch Verwendung des Geldes mehr erwerben wird, als er später zurückgeben muß. Dieses Aufgeld ist der Zins. In dem Moment nun, wo Geld hingegeben wird mit dem Zwecke, einen Mehrertrag zurückzubringen (das braucht nicht nur leihweise gegen Zusicherung eines Zinses geschehen, sondern kann auch im Produktionsprozeß erfolgen — nur dem konsumtiven Güterverkehr darf es nicht dienen —) wird Geld zu Kapital.

Unter Kapital verstehen wir also in Form von Geld auftretende Kaufkraftsummen mit der Zweckbestimmung, aufgewendet zu werden zur Erzielung eines Gewinnes.

Diese Auffassung über das Wesen des Kapitals — ein Wort, dem die verschiedensten Inhalte beigelegt werden — gebietet sich für eine Zinsuntersuchung eigentlich von selbst, da eine andere Leihe als eine solche von Geld — nämlich leihweise Ueberlassung von Sachgütern —, wogegen ein Entgelt zu zahlen ist, so selten vorkommt, daß sie gänzlich vernachlässigt werden kann. Auch im Falle eines — noch oft vorkommenden — sog. Warenkredits handelt es sich nur sprachlich, nicht aber in Wirklichkeit um Kreditierung von Waren. Die Ware selbst soll nicht zurückgegeben werden, vielmehr wird der Verkaufspreis gestundet. Das heißt aber, es liegt in Wirklichkeit ein Geldkredit vor.[11]) Der Zins ist in den Verkaufspreis der Ware einkalkuliert. Demnach kennen wir nur den sog. „geldlichen" Kapitalbegriff und der daneben vielfach angewandte „sachliche" Kapitalbegriff („produzierte Produktionsmittel") (Böhm-Bawerk), „Produktionsmittel . . . ., die nicht „Boden" und „Arbeit" sind" (Amonn) wird von uns nicht verwandt, da er für

[11]) vergl. Prion, Wilhelm: Kreditpolitik, Berlin, 1926, S. 5.

die Zwecke dieser Untersuchung wenig brauchbar erscheint. Auch dürfte inzwischen der lange vorherrschende Hume'sche Standpunkt überwunden sein, daß wir „Arbeit und Waren. . . . in der Tat. . . . eigentlich borgen, wenn wir Geld auf Zins nehmen. . . ." [12]) worauf näher einzugehen unnötig erscheint.

Natürlich soll damit nicht gesagt sein, daß das Kapital ohne jede Beziehung zur Güterwelt sei. Das geht aus unseren Erörterungen über Geld genügend deutlich hervor, insbesondere daß es viel Kapital nur in einer leistungsstarken und sparsamen, d. h. einer solchen Volkswirtschaft, in der möglichst viel Güterbezugsrechte von ihren Besitzern nicht konsumtiv verwandt werden, geben kann. Nicht eine große Menge von Geldzeichen oder sog. Geldsurrogaten (Scheck und Giroguthaben usw.) an sich bedeutet eine Menge Kapital, sondern diese müssen fußen auf Gütern und Leistungen. Und darin besteht nun Humes Verdienst, daß er denen gegenüber, die alles Heil von der großen Gold- und Silbermenge erwarteten, mit aller Deutlichkeit auf die Güterseite hinwies, allerdings so sehr, daß der Gedanke vom Geldüberfluß voll durch den Gedanken vom Güterüberfluß ersetzt wurde. Allerdings hat Hume selbst die Wirkungen, die eine Vergrößerung der Geldmenge ausübt — und das ist heute wieder von besonderer Bedeutung — nicht ganz übersehen. [13]) Schließlich dürfte unser „geldlicher" Kapitalbegriff auch dem praktischen Leben mehr gerecht werden, da, wenn von Kapital die Rede ist, das Geldmoment allem Anscheine nach in den Vordergrund tritt und das Kapital als etwas der Güterwelt Gegenüberstehendes betrachtet wird: Der Kaufmann will sich Kapital beschaffen, um sein Geschäft durchführen zu können. „Es werden Güter für Kapital gekauft" — „Kapital wird in Gütern investiert" — aber eben darin liegt die Erkenntnis, daß seine Funktion eine von der der erworbenen Güter verschiedene ist. . . . Das Kapital ist das Mittel zur Güterbeschaffung." [14]) [15]) In der Geldwirtschaft besteht eben prinzipiell nur Kauf und Verkauf, nicht dagegen

---

[12]) Hume, David: Abhandlungen, S. 39.

[13]) vergl. Hume, a. a. O., Kapitel „Vom Gelde".

[14]) Schumpeter, Josef: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 1. Aufl., Leipzig 1912, S. 228.

[15]) vergl. hierzu insbesondere die Ausführungen von Plenge, Joh.: Kapital und Geld, Weltwirtschaftliches Archiv, 24. Bd., Heft 2. 1926, S. 304 ff., der es als irreführend bezeichnet „produzierte Pro-

Tausch. Und darum besteht erst bei der „geldlichen" Vorstellungsweise die Möglichkeit, von einem neben den Gütermärkten bestehenden Kapitalmarkt zu sprechen. Auf diesem ist eben das Marktobjekt etwas von den Gütern Verschiedenes: das Geld.

Und endlich — das ist für uns ausschlaggebend — kann nur ein „geldlicher" Kapitalbegriff die Bedeutung des Geldzinses in der gegenwärtigen Wirtschaft erkennen lassen.

„Für die naturalwirtschaftliche Vorstellungsweise gibt es nur einen Güterzins." [16] [17]

§ 3. Geld- und Kapitalmarkt.

1. Die verschiedenen Kapitalanlagearten.

Das Kapital ist nun der Gegenstand des Leihverkehrs. Grundsätzlich ist ein Wirtschaftsprozeß ohne Kapital nicht denkbar. Das ist seine überragende Rolle. Als etwas von den Gütern Verschiedenes und als besonderes Agens im Wirtschaftsprozeß „muß es einen eigenen Markt haben in jenem theoretischen Sinn, in dem es einen Genußgüter- und einen Produktionsmittelmarkt gibt. [18] Das ist der Kapitalmarkt, an dem die Kreditgeschäfte abgeschlossen werden. Es wird also nicht wie auf sonstigen Märkten das Marktobjekt gekauft und verkauft, sondern im Grunde ge- und entliehen.

---

duktionsmittel", also einen wesentlich technischen Begriff mit dem Geld in seiner Steigerung zum Selbstverwertungsmittel unter der einen Bezeichnung „Kapital" zusammenfassen zu wollen, das dann als „Kapital im privatwirtschaftlichen" und „Kapital im volkswirtschaftlichen Sinne" verworren genug unterschieden werden soll. Produzierte Produktionsmittel zur dauernden Verwendung nennt er „Produktal", ausdauernde Konsumtionsmittel dagegen „Konsumtal". (Seite 304.)

[16] Hahn, Albert, Theorie des Bankkredits, 1924, S. 116.

[17] vergl. Frank, A.. Fetter in American Ec. Review, 1927, Suppl. S. 74 „It (rate of interest) appeared subsequent to the use of money and to a regime of monetary prices. If, therefore, any causal relation is historically traceable, interest appears as an effect rather than as a cause of prices. It is impossible to conceive of a general rate of interest, expressed as a percentage of the principal sum, antedating any system of prices; whereas it is possible to picture as antedating both interest and monetary prices, a system of non-monetary, barter prices involving ratios of exchange between commodities."

[18] Schumpeter, Josef: Entwicklung, 1. Aufl., S. 272.

„Der Kapitalmarkt ist keine örtliche Einheit, sondern eine ideelle. Die Gesamtheit des verfügbaren Kapitals, das Verwertung sucht, und die Gesamtheit der Kapitalbegehrungen faßt man gedanklich als Kapitalmarkt zusammen. Der Kapitalmarkt hat an den Börsen zwar gewisse Mittelpunkte, aber kommt hier doch entfernt nicht zu einer ausschließlichen Abhaltung. Nicht einmal vom Privatdiskont kann man sagen, daß er an den Börsen seinen ausschließlichen Markt hat. Der Kapitalmarkt ist ein Begriff, der keine Art bezeichnet, sondern die Vielheit der Verhältnisse und Bedingungen zusammenfaßt, unter denen in einer Stadt, in einem Land oder in der ganzen kapitalistischen Welt das Kapital steht, soweit solches Verwertung sucht und zur Benutzung nachgefragt wird. . . . Es bedarf kaum der Bemerkung, daß auf diesem Markt nicht unterschiedsloses Kapital Verwertung sucht, und nicht Kapital schlechthin nachgefragt wird. Es handelt sich auf beiden Seiten um die allerverschiedensten Wünsche und Bedingungen, und hiernach zerfällt der Markt in eine nicht geringe Anzahl von Sondermärkten." [19])

Die Haupteinteilung, die vom praktischen Leben vorgenommen wurde, ist die in Kapitalmarkt (im engeren Sinne) und Geldmarkt, indem man sich die Zeit, für welche die Kapitalien nachgefragt bezw. zur Verfügung gestellt werden, als Unterscheidungsmerkmal dienen ließ und mit Kapitalmarkt den Markt für langfristige und mit Geldmarkt den Markt für kurzfristige Kapitalien bezeichnete, wobei es aber unmöglich ist, generell eine absolute Scheidungsgrenze zu ziehen. — Einen „Geldmarkt" im strengen Sinn, d. h. einen vom Kapitalmarkt verschiedenen Geldmarkt gibt es nicht, weil im Leihverkehr alles Geld Kapital ist und alles Kapital Geld und es von der technischen Seite gesehen (nach Lansburgh) „keinen Markt gibt, an dem inländisches Währungsgeld als solches, nämlich Geld, gattungsweise gekauft und verkauft, entliehen und ausgeliehen wird". [20]) Die Praxis hält aber an dieser Bezeichnung fest. Und so ist es interessant, festzustellen, wie versucht wird, diesen sprachlich ungenauen Ausdruck mit einem Inhalt zu füllen. Zwei Versuche

---

[19]) Spiethoff, Arthur: Die äußere Ordnung des Kapital- und Geldmarktes, Schmollers Jahrbuch, 1909, S. 450/51.

[20]) Lansburgh, Bank. 1926, S. 195.

seien hervorgehoben.[21]) Der eine (Lansburgh) geht nun dahin, unter „Geldmarkt" denjenigen Teil des Kapitalmarktes zu verstehen, „an dem die Kapitalien in der Geldform auftreten und einem „Kredit" ger annten Leihprozeß unterliegen, im Gegenteil zum Kapitalmarkt, an dem die Kapitalien bereits die Form von Besitztiteln angenommen haben, die eine Forderung oder einen Vermögensanteil dokumentieren, und an dem sie keinen Leih-, sondern einen Kaufprozeß durchmachen".[22]) Am Geldmarkt würde zu einem Zinssatz ge- und entliehen, am Kapitalmarkt zu Kursen ge- und verkauft. Diese Definition wurde von Lansburgh erstmals 1922 (Bank, S. 540) gebraucht. Sie deckt sich nicht ganz mit der Unterscheidung kurz- und langfristig. Lansburgh hält sich auch selbst nicht genau an die Scheidung. Und wenn er nicht jeweils das Wort „meist" eingeschoben hätte, müßte die Hypothek zum Geldmarkt, der darauf basierende Pfandbrief zum Kapitalmarkt gerechnet werden.

Der andere uns interessierende Versuch wurde gemacht von Albert Hahn. Da es sich auf dem Kapitalmarkt u n d dem Geldmarkt stets und nur um Geld handele (Kapital in Geldform), müsse der Unterschied darin bestehen, daß es sich um verschiedene A r t e n von Geld bezw. Kaufkraft" handele,[23]) und zwar sei der Gegenstand des Kapitalmarktes „prinzipiell sich in Form von Bankguthaben kleidende Kaufkraft" („Ueberweisungsgeld"), der Gegenstand des Geldmarktes dagegen „Reichsbankgeld", welches sich die Banken beschaffen müßten, „wenn und soweit die gegen die Banken gerichteten Forderungen in „Reichsbankgeld" umgewandelt werden müssen".[24]) Diese das geldtechnische Moment mehr in den Vordergrund rückende Scheidung kann man gewiß nicht prinzipiell ablehnen. Sie scheint auch vom Statistischen Reichsamt und vom Deutschen Institut für Konjunkturforschung mehr und mehr gebraucht zu werden. Sie steht auch nicht direkt in Gegensatz zur Einteilung kurz- und langfristig, wenngleich beides sich nicht immer deckt. Sie ist auch nicht ohne Bedeutung für die Zinstheorie und

---

[21]) Bei den Erörterungen über Geld- und Kapitalmarkteinteilung sei nur das Notwendigste ausgeführt und im übrigen auf die bekannte hier zugrundeliegende Literatur verwiesen.

[22]) Lansburgh, Bank. 1926, S. 195.

[23]) Hahn, Zur Theorie des Geldmarktes. In „Geld und Kredit". Tübingen 1924, S. 90.

[24]) Ebenda S. 96.

wir werden gelegentlich darauf zurückgreifen. Im übrigen wollen wir an der üblichen Teilung festhalten.

Die übliche Einteilung hat schon ihren Sinn, und zwar aus Gründen, die gleicherweise auf Seiten des Angebots wie auf Seiten der Nachfrage liegen. Die Mittel des Geldmarktes setzen sich im wesentlichen aus vorübergehend freien Betriebs- und Konsumgeldern zusammen, während die Mittel des Kapitalmarktes gewöhnlich aus dauernd oder wenigstens aus längere Zeit freien Spargeldern herrühren. Andererseits wird der Anlage- und Beteiligungskredit vorwiegend auf dem Kapitalmarkt befriedigt, der Betriebskredit dagegen noch großenteils auf dem Geldmarkt — die Domäne der Neuproduktion ist der Geldmarkt.[25]) Also zwei getrennte Abteilungen des Geld- und Kapitalmarktes „mit primär besonders zusammengesetztem Angebot und primär besonders zusammengesetzter Nachfrage".[26]) Uebergänge finden natürlich in Menge statt und Modifizierungen sind möglich. Z. B. verteilt sich die Produktion eines einzelnen Produktes oft auf verschiedene Betriebe. Jeder Betrieb hat naturgemäß Bedarf für kurzfristigen Betriebskredit, der zur Finanzierung des reinen Umsatzprozesses dient. Ebenso aber haben die Unternehmen langfristigen Betriebskredit — nicht nur langfristigen Kredit für Anlagezwecke — notwendig, da sie sich nicht in die Gefahr begeben dürfen, infolge vorzeitiger oder dem Betriebsprozesse nicht angepaßter Kündigung aufgenommener Kredite in Finanzierungs- und damit Produktionsschwierigkeiten zu geraten. Für diesen Teil des Betriebskredits ist der Kapitalmarkt in Anspruch zu nehmen.

Vom Standpunkte eines Kreditgebers gesehen ist ein für Anlagezwecke gegebenes Kapital, obwohl es darin bis zur Abnutzung gebunden bleibt, keineswegs festgelegt. Infolge der Organisation des Börsenverkehrs kann der erste Kreditgeber durch Verkauf seines Papiers, d. i. durch Sukzession eines anderen, sein Kapital zurückerhalten und verzehren. Anlagetitel können auch, da jederzeit wieder absetzbar, mit kurzfristig zur Verfügung stehenden Geldern erworben werden.

---

[25]) Plenge, Johann, Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, Berlin 1913, S. 194.

[26]) Ebenda.

Die Grundtatsache ändert sich dadurch zwar nicht. Es erscheint aber doch besser, von einer prinzipiellen Scheidung des Geld- und Kapitalmarktes, wie es etwa die Einteilung in Markt für Betriebs- und Markt für Anlagekredite sein würde, abzusehen und die „graduelle“ [27]) lang- und kurzfristig beizubehalten.

Den Kapitalmarkt (im engeren Sinn) teilt Spiethoff wieder ein in den Unternehmungsmittelmarkt und den Markt für langfristiges Leihkapital.

Typisch zum Geldmarkt gehört also der Wechsel- und Lombardkredit, typisch zum Kapitalmarkt der Hypotheken- und Anleihekredit, die Geldanlage in Aktien, Kuxen und sonstigen Beteiligungen. Oder, was dasselbe ist:

Beim Geldmarkt handelt es sich insbesondere [28])

1. um den besonders ausgestalteten Börsenmarkt — den offenen Markt — zerfallend in
   a) Privatdiskonten, Warenwechsel,
   b) den sogenannten Lombardverkehr, welcher seinerseits wieder zerfällt in
      aa) das an der Börse gehandelte tägliche Geld,
      bb) Monatsgeld mit den Spielarten Reportgeld, Ultimogeld, Geld fest auf einen bis drei Monate, womit natürlich nicht behauptet werden soll und kann, daß im Falle b) ausnahmslos eine Sicherstellung durch Wertpapiere erfolgen müßte,
2. um den Wechsel- und Lombardverkehr der Reichsbank mit ihren einseitig festgelegten Sätzen,
   a) dem offiziellen Bankdiskont,
   b) dem offiziellen Lombardzins,
3. um den sonstigen Wechsel- und Lombardverkehr,

Beim Kapitalmarkt handelt es sich, wie schon erwähnt, vornehmlich um festverzinsliche Wertpapiere aller Art, insbesondere Staats- und Kommunalanleihen, Industrieobligationen, Pfandbriefe,

---

[27]) Polak, Grundzüge der Finanzierung, Berlin-Wien 1926, S. 47.
[28]) vergl. hierzu Spiethoff a. a. O. und Prion, Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, Leipzig 1907.

sowie um Hypotheken und andere langfristige Darlehen, schließlich um Aktien, Kuxe und sonstige Teilhaberkapitalien, wobei eine wirkliche marktmäßige Ausgestaltung für jede Spielart allerdings nicht besteht.

Mitten zwischen diesen beiden aufgezählten Gebieten steht der gesamte Verkehr mit den Banken, Genossenschaften, Sparkassen und Versicherungsgesellschaften, von denen man allenfalls den Verkehr mit den Versicherungsgesellschaften voll zum Kapitalmarkt rechnen kann, während von dem übrigen Verkehr ebenso zweifellos ein Teil zum Geldmarkt, wie ein anderer Teil zum Kapitalmarkt gerechnet werden müßte. Problematisch ist das insbesondere beim Kontokorrentkredit. Von der Banktheorie ist als „elementare Selbstverständlichkeit" die „Bauernregel des 19. Jahrhunderts" aufgestellt worden: „kurzfristiges Kapital nur für kurze Verwendung, für langfristige Verwendung auch langfristiges Kapital!"[29]) und insbesondere, daß die Depositenbanken den Betriebskredit, nicht dagegen den Anlagekredit zu pflegen hätten, mit anderen Worten, nicht lang-, sondern kurzfristige Darlehen zu gewähren hätten. Dem hat aber die Wirklichkeit in Deutschland niemals entsprochen, wo dieselben Banken gleichzeitig das Depositen- und Betriebskreditgeschäft pflegten wie als Finanzierungs- und Emissionsinstitute wirkten. Von Anfang an haben die Industrien sich ihre Kapitalien von den Banken und mit ihrer Hilfe beschafft, und zwar nicht nur Betriebs-, sondern auch Investitionskredite über das Eigenkapital hinaus. Freilich, äußerlich-juristisch wurde meist der Bankkredit in die Form kurzfristiger Darlehen gekleidet, sei es als nach kurzer Zeit kündbarer Buchkredit, sei es als Wechsel-, Lombard- oder Akzeptkredit. In Wirklichkeit wurde aber durchweg bei Fälligkeit prolongiert, so daß sich de facto ein langfristiges Darlehen herausbildete. Dieser Zustand ist auch heute nicht anders, und die Aktienemissionen sind vielfach nur eine Ablösung solcher Bankkredite. Dabei muß beachtet werden, daß ein Unternehmen — insbesondere das mittlere und kleinere — vielfach garnicht in der Lage ist, im Falle einer Kündigung ohne größeren Schaden der Rückzahlungspflicht nachzukommen. Allem Anscheine nach trifft dies zu für die Mehrzahl der gegebenen Bankkredite, so daß dieselben tatsächlich langfristig und u. E. zum Kapitalmarkt zu rechnen sind. Eine

[29]) Plenge, Johann: Diskontpolitik, Berlin 1913, S .219.

Bestätigung dieser Ansicht liegt nun darin, daß erstmals die Deutsche Bank im September 1927 dazu überging, in New York eine 5-jährige Obligationenschuld von 25 Millionen $ aufzunehmen zur Ablösung von an die deutsche Industrie gewährten Betriebskrediten, die faktisch zum Anlagekredit geworden, „eingefroren" waren und nicht liquidiert werden konnten oder sollten.

Nicht viel anders als mit den von der Bank gewährten Krediten steht es mit den von ihr aufgenommenen, den Depositen. Schon vor dem Kriege pflegten die Kündigungsfristen, nicht einmal bei den Sparkassen, über ein Jahr nicht hinauszugehen. Dennoch blieben diese Gelder oft jahrelang und länger vom Einleger unbenutzt. Man kann daher sehr wohl im Zweifel sein, wozu eine solche Kreditart zu rechnen ist, d. h. ob zum Kapitalmarkt oder zum Geldmarkt. Dasselbe trifft übrigens auch oft für den Wechselmarkt zu, wenn Prolongationen vorgenommen werden und es sich also nur nach außen hin um Kredit auf kurzen Termin handelt.

Damit ist das Ineinanderfließen der beiden Märkte angedeutet, was insbesondere durch die von der sich entwickelnden Kreditorganisation herausgebildeten Börsenpapiere erleichtert worden ist. „Die Erfindung der mobilisierten Hypothek in Form der übertragbaren börsenmäßig gehandelten Teilschuldverschreibung (Obligation)[30] ist für den Kreditverkehr ein wahrhaft großes Ereignis, für den Kreditnehmer bleibt der Kredit langfristig wie bisher, während der Kreditgeber die Möglichkeit hat, seinen Anteil an dem hingegebenen Darlehen durch das Mittel des Börsenhandels wieder in Geld zu verwandeln." [31]

Diese Möglichkeit besteht für den Kreditgeber natürlich nur, wenn und soweit ein anderer an seine Stelle zu treten sich bereit findet.

„Namentlich an vier Stellen ist diese Unbestimmtheit der Marktgrenzen ohne weiteres ersichtlich. Sparmittel, die zunächst keine Anlage finden können, kommen vorübergehend auf den Geldmarkt. Bei der Industrieunternehmung ist es durchaus problematisch, wo die Grenze für die ohne Gefahr zulässigen Betriebskredite liegt: eine eiserne Regel, wie etwa einen bestimmten Prozentsatz

[30]) Beim Aktienverkehr ist es wirtschaftlich genau dasselbe.
[31]) Prion, Kreditpolitik, Berlin, 1926, S. 11.

des Gesamtkapitals, gibt es nicht. Die leicht liquidierbaren Effekten des Börsenverkehrs, in denen sich die Masse der ausgedehnten Leihkapitalien verkörpert, ermöglicht ebenso gut einen vorübergehenden, wie einen dauernden Besitz und ebenso gut einen Ankauf mit Ersparnissen, wie einen Ankauf mit kurzfristigem Börsengeld. Endlich bei Neuinvestierung von Kapitalien sind zwei Fälle denkbar. Entweder man nimmt zuerst das ganze Kapital aus dem Anlagemarkt und leiht einen Teil kurzfristig solange aus, bis allmählich die realen Werte geschaffen sind und bezahlt werden müssen, für die das Kapital aufgenommen wurde. Oder man fängt an zu bauen und den Betrieb zu vergrößern und nimmt zunächst Bankkredit in Anspruch, um diese Schuld zu fundieren, wenn die neue Anlage betriebsfähig und damit werbfähig geworden ist. So oder so eine vorübergehende Perversion der beiden Kapitalmärkte, entweder dauernde Mittel als vorübergehendes Angebot auf dem kurzen Markt oder kurze Mittel zur Befriedigung einer dauernden Nachfrage. Wie sich diese Kommunikation der beiden Kapitalmärkte praktisch stellt, ist eine Frage der Marktlage." [32] [33])

[32]) Plenge, Diskontpolitik, S. 221.
[33]) Polak, Grundzüge der Finanzierung, Berlin 1926.

2. Abschnitt: Die Zinsfußgestaltung am Geld- und Kapitalmarkt.

§ 4. Die Beziehungen der Anlagearten des Kapitals untereinander.

Wenn wir die Entwicklung der Zinssätze in den letzten Jahren verstehen wollen, so erscheint zunächst erforderlich, theoretisch die Grundlagen ihrer Veränderung klarzulegen und die Beziehungen aufzudecken, die zwischen den verschiedenen gebräuchlichen Kapitalanlagearten im einzelnen bestehen, bezw. wie sie in einem Lande mit stetiger Entwicklung als normal angesehen werden und ihrer Struktur nach anzusehen sind.

Wenden wir uns zunächst dem zweiten Punkte zu, um anschließend daran den ersten zu erörtern. Wir gehen dabei aus von deutschen Verhältnissen.[34])

1. Die verschiedenen Anlagearten.

Wenn wir oben sprachen vom Zins als einem einheitlichen Preis, so ist das allerdings nicht absolut zu verstehen. Es ist der Begriff der allgemeinen Zinsrate genau so abstrakt wie der Begriff der allgemeinen Profitrate. Auch die sogenannte normale Profitrate ist das Resultat einer Analyse der verschiedenen Bruttoarten, indem man anderen Faktoren, wie etwa Glück und Zufall, persönlicher Tüchtigkeit und sonstigen Momenten die Unterschiede zuschreibt. Der Rest ist die reine Rate. Noch eins darf erwähnt werden. Auch die Preise von Waren zeigen nichts weniger auf als eine vollkommene Einheitlichkeit, nicht einmal die Gattungsprodukte, welche börsenmäßig gehandelt werden und bei welchen gleiche Qualität vorausgesetzt werden kann. Und wäre es der Fall, so hätten Preiskartelle ihren Sinn verloren. Einen einheitlichen „Konkurrenzpreis" gibt es nicht. Die allerverschiedensten Umstände wirken ein auf die Gestaltung des Preises und dieser wieder auf die Profitrate der Unternehmungen.

---

[34]) Die folgenden Darlegungen gründen sich im wesentlichen auf Lansburgh, Prion, Spiethoff, Plenge und Voye.

Im selben Lande wird für dieselbe Ware an den verschiedenen Märkten ein verschiedener Preis erzielt. Analog ist es beim Kapitalmarkt. Es handelt sich eben, wie schon gesagt, auf Angebots- wie auf Nachfrageseite um die allerverschiedensten Wünsche und Bedingungen. Trotzdem wird allerdings die Tendenz zur Nivellierung immer bestehen bleiben.

Insbesondere besteht eine Differenz zwischen dem Zins für langfristiges und kurzfristiges Kapital sowie in der Intensität der Bewegungen beider Zinskurven.

Das meiste Kapital wird ohne Frage langfristig nachgefragt und zur Ausnutzung ausdauernder Produktiv- und Konsumtivgüter („Produktal" und „Konsumtal", Plenge) verwandt. Einige Zahlen mögen das besonders belegen. Karl Snyder berichtet,[35]) daß Ende 1925 etwa 75% aller aufgenommenen Schulden in USA sich zusammensetzten aus Körperschafts- und Regierungsanleihen, städtischen und ländlichen Hypotheken, im ganzen etwa 90—100 Milliarden Dollar, davon 40—50 Milliarden Korporationsanleihen und -pfandbriefe, gut dreißig Milliarden Bundes-, Staats- und Städteanleihen, 8—10 Milliarden ländliche und zirka 15 Milliarden städtische Hypotheken, andererseits nur etwa durchschnittlich 5 Milliarden Dollar gleich zirka 4% aller Schulden aus den typischen Anlagen des Geldmarktes (dessen Quantum allerdings in weitem Maße elastisch ist) call money (zwischen 1—2½ Milliarden), commercial papers dto.), Federal Reserve rediscounts (schwankend nach Jahren und Jahreszeiten zwischen 3 Milliarden und 200 Millionen), bankers acceptance bills (Bankazepte des „offenen Marktes") zwischen einer Milliarde und 500 Millionen) und ferner zu zirka 20% gleich 30 Milliarden Dollar aus der beachtlichen Summe gewöhnlicher Bankkredite an Handel und Industrie (zirka 15—20 Milliarden), sowie aus Krediten von Fabrikanten und Kaufleuten an ihre Kunden. Zu diesen treten dann noch Aktien und Anteilscheine in Höhe von etwa 30 Milliarden Dollar und als abgeschätztes Kapital von zirka 2 Millionen weiterer Firmen noch etwa 20 Milliarden Dollar (pro Stück zirka 10 000.— Dollar).

In Deutschland betrug der Gesamtbetrag der Hypotheken nach Zusammenstellungen des Reichsfinanzministeriums[36]) Ende

[35]) Im American Ec. Review, Vol. XV. 1925, S. 604 ff.

[36]) zitiert bei Hans Fürstenberg, Ein Land ohne Betriebsmittel. Berlin, 1925, S. 38.

1913 zirka 65 Milliarden Mark (11,4 Milliarden Hypotheken von Hypothekenbanken, 13 Milliarden von Sparkassen, 0,6 Milliarden von Invalidenversicherungsanstalten, 7 Milliarden von Landschaften und Stadtgemeinden, der Rest von freier Hand), der Umlauf an Festverzinslichen zirka 40 Milliarden Mark (4,6 Milliarden Industrieobligationen, 6,3 Milliarden Kommunalanleihen, 11 Milliarden Pfandbriefe, etwa 20 Milliarden Staatsanleihen). Dabei sind von den 65 Milliarden etwa 15 Milliarden abzuziehen, um Doppelzählungen zu vermeiden, da gegen die Hypotheken der Hypothekenbanken, Landschaften und Stadtgemeinden Pfandbriefe umliefen. Der Kurswert sämtlicher notierter Aktien betrug zirka 30 Milliarden Mark. Die Schulden bei den Zweimonatsbilanzen veröffentlichenden Kreditbanken betrugen etwa 6 Milliarden Mark. Für die übrigen Posten fehlen leider die Ziffern. Es ist aber wohl anzunehmen, daß das Verhältnis nicht wesentlich anders war als bei den für USA gebrachten Ziffern.

Aus diesen Zahlen geht genügend deutlich hervor, daß die Menge des langfristig nachgefragten Kapitals die des kurzfristig begehrten weit übertrifft.

Der für die langfristigen Kapitalausleihungen in Frage kommende Zins muß demnach der Zinsfuß kat'exochen sein. Aber auch hier sehen wir noch Verschiedenheiten. Der Zinsfuß variiert von Gegend zu Gegend, von einer Industriegruppe zur anderen, von Zeit zu Zeit. Zu gleicher Zeit ist am Markt der Zins verschieden für verschiedene Firmen derselben Industriegruppe und ebenso für Kommunen, Städte, Staaten usw. Die Hauptvariable dürfte dabei das mit jedem Kredit verbundene Risiko sein. Wo eine Risikoprämie nicht in Frage kommt oder nur in verschwindend geringem Maße, haben wir den reinen Zins oder den sogenannten Landeszinsfuß. Der Landeszinsfuß ist nicht für nur eine Kapitalanlageart maßgebend und läßt sich annäherungsweise aus der Rente annähernd gleich sicherer Kapitalanlagearten errechnen. Es ist Auffassungssache, welchen Satz man gerade als Typus ansehen will. Im allgemeinen gilt der Satz sicherer Staatsanleihen, d. h. die aus Kurs- und Nominaldividende errechnete Rendite, als der Landeszinsfuß. Der Rente der Staatsanleihen stehen ungefähr gleich die Rente guter Kommunalanleihen und der Zins für beste Hypotheken, welch

letzteren auch Cassel als den „Typus des Kapitalzinses“ [37]) ansieht. Doch dürfte infolge der schwierigen und umständlichen Handhabe der Einzelhypothek ihr Zins durchschnittlich höher liegen als die Rendite guter Anleihen. Im übrigen ist die Festsetzung des Satzes auch eine Messung des Kräfteverhältnisses zwischen Geber und Nehmer.

Im allgemeinen stellte sich in Vorkriegszeit der Zins guter Staatsanleihen am billigsten, welchem in geringen Abständen und teilweise mit Ueberschneidungen der Zins für andere öffentliche Anleihen (Stadt-, Provinz-, Kreis-, Gemeindeanleihen etc.), für Pfandbriefe, Industrieobligationen, Hypotheken folgte.

Die aus Kurs und Dividende errechnete Aktienrendite ist nur selten mit diesen Zinssätzen identisch, da bei der Kursbildung der Aktie noch andere Momente eine Rolle spielen als die ausgeschüttete Dividende, worauf wir gelegentlich zurückkommen. Allerdings wird immer die Tendenz zu einem Ausgleich der Erträge bestehen bleiben, da eine ständige Vernachlässigung des einen Marktes und eine ebenso ständige Bevorzugung des anderen schwerlich vorstellbar ist.

Dem Kapitalmarkt steht nun der Geldmarkt als der Markt der kurzfristigen Kapitalien gegenüber. Es sei schon vorweg bemerkt, daß hier viel größere Preisvariationen vorkommen als auf dem Kapitalmarkt, ja, die Zinshöhe variiert direkt mit der Kürze der Anlage. Es handelt sich, um es nochmals zu sagen, grundsätzlich um Angebot und Nachfrage von Kapital für kurze Zeit.

Dem Landeszinsfuß auf dem Kapitalmarkt entspricht als möglichst reiner Zins auf dem Geldmarkt der Satz für Privatdiskonten. Privatdiskonten sind auf einen gewissen runden Nominalbetrag ausgestellte und eine gewisse Mindestzeit laufende Wechsel erstklassiger, für unbedingt zahlungsfähig geltender Verpflichteten, im wesentlichen Prima-Bankakzepte. [38]) Ein Risiko ist für den Käufer dieser Wechsel ausgeschlossen, so gut dieses eben möglich ist. Die Privatdiskonten sind ein Ergebnis der ausgebildeten Bankorganisation und des Börsenverkehrs und werden angekauft von Besitzern

---

[37]) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, 2. Aufl. Leipzig 1921, Seite 183.

[38]) Ueber den niemals feststehenden Begriff Privatdiskonten vergl. Prion, Wilhelm: Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, Leipzig, 1907.

solcher Gelder, die eine Festlegung auf längere Zeit nicht vertragen, und bei denen andererseits die Gefahr besteht, daß sie plötzlich wieder mobilisiert werden müssen, was bei den Privatdiskonten infolge dauernden Zuflusses flottanter Kapitalien und nicht zuletzt infolge Rediskontierbarkeit bei der Zentralnotenbank erreichbar ist. Abgesehen von Manipulationen ist der Privatdiskont ein Spiegelbild der jeweiligen Verhältnisse von Angebot und Nachfrage nach flüssigen Geldern und der allgemeinen Lage von Handel und Industrie. In seiner Höhe ist er daher schwankend, wodurch er sich von dem offiziellen Satz der Zentralnotenbank unterscheidet, welcher einseitig von dieser festgesetzt und für alle ihr zugehenden Wechsel berechnet wird, während beim Privatsatz noch verschiedene Nüancierungen in Form von Zuschlägen zum notierten Satz vorkommen. Infolge der so gekennzeichneten Eigenarten bleibt der Privatsatz niedriger als der offizielle Bankdiskontsatz. Er kann darüber hinaus nicht steigen — normale Verhältnisse natürlich vorausgesetzt —, weil alsdann alles Material zur Zentralnotenbank gehen würde. Auf weitere Preisbildungsmomente kommen wir noch zurück.

Die Anlage von Geldern in Wechseln steht zwischen der Anlage auf längere Zeit in festverzinslichen Papieren, Hypotheken etc. und der Anlage auf Tage, Wochen, Monate in Lombarddarlehen. Für diese Lombarddarlehen kommt an sich ein höherer Satz in Frage als für das Diskontgeschäft, bedingt durch die mit der Lombardierung verbundenen höheren Unkosten, wie Aufbewahrung und Verwaltung des Pfandes, durch das Gebundensein des Geldgebers an den vereinbarten Termin der Rückzahlung und durch die durchweg größeren Schwierigkeiten der Realisierung. Im allgemeinen ist der Lombardsatz der Börse niedriger als derjenige der Reichsbank, ähnlich wie der Privatdiskontsatz niedriger ist als der Diskontsatz der Reichsbank. „Während jedoch der Privatdiskontsatz seine oberste Grenze im Reichsbankdiskont hat, steht der Lombardzinsfuß an der Börse zuweilen erheblich höher, als der Lombardzinsfuß der Reichsbank. Dies kann bei starkem Geldbegehr der Börse die Folge einer größeren Inanspruchnahme des offenen Geldmarktes sein, weil 1. die Reichsbank nicht alle Papiere beleiht und 2. die Beleihungsgrenze im Börsenverkehr wesentlich höher ist, wofür der Geldnehmer gern höhere Zinsen bezahlt." [39])

[39]) Prion, Wilh.: Wechseldiskontgeschäft, S. 81.

Eine besondere Bedeutung unter den Lombarddarlehen kommt dem sogenannten „täglichen Geld" zu, für dessen Preisbemessung aber weniger der Lombarddarlehenscharakter als der eben des „täglichen Geldes" bestimmend ist. Und daraus resultieren auch seine Schwankungen im Zinsfuß, der in ruhigen Zeiten unter dem Privatsatz steht, in anderen Zeiten dagegen weit höher. „Die tägliche Verfügung über einen ausgeliehenen Betrag ist zu Zeiten für den Geldgeber ein so wertvolles Recht, daß es ihm den für die Kapitalbenutzung zu erhaltenden Zins fast bedeutungslos erscheinen, den Zins also auf ein Minimum (1% und noch weniger) sinken läßt. Und zu anderen Zeiten, z. B. am Quartalsersten, ist das Recht, das heute empfangene und nur heute benötigte Geld bereits morgen zurückzahlen zu dürfen, für den Geldnehmer so wertvoll, daß er lieber 8 oder 10% für tägliches Geld als 5% für längerfristiges bezahlt." [40])

Die größere Nachfrage nach Geld auf kurze Zeit tritt durchweg ein bei bestimmten Zahlungsterminen, und solche Termine sind der Monats- und Quartalsultimo, wobei die Technik des Wertpapierhandels, die Abwicklung von Geschäften am Ultimo des Monats, von besonderer Bedeutung ist und regelmäßig nach Abwicklung der Geschäfte durch Rückströmen der Gelder eine Erleichterung wieder eintritt und im Laufe des Monats der Satz für tägliches Geld sich niedriger stellt.

Dabei besteht noch eine andere Möglichkeit, über den Ultimo hinwegzukommen: durch Lombardierung von Effekten gegen Monatsgeld, zerfallend in Ultimo- und Reportgeld, wobei zu bedenken ist, daß hier ein Zins für einen ganzen Monat zu zahlen ist. Der Unterschied beider Arten besteht im wesentlichen darin, daß beim Ultimogeld ein gewöhnliches Lombarddarlehen mit fester Zeitdauer vorliegt, wobei eine im Börsenverkehr übliche Beleihungsgrenze und ein vereinbarter Zins in Anwendung kommt, beim Report- und Deportgeschäft dagegen das Papier voll beliehen und der Zins in Form eines Zu- oder Abschlages vom Kaufpreis berechnet wird. Für Ultimogeld stellt sich der Zinssatz durchweg höher als der Privatdiskontsatz, entsprechend seinem Charakter als Lombardzins, jedoch niedriger als der Reichsbanklombardsatz. Der

---

[40]) Lansburgh, Die Bezirke des Kapitalmarkts. Bank. 1927, Seite 4.

Reportsatz kann, insbesondere bei einer Börsenhausse, weit darüber hinaus gehen. Beide stehen in Konkurrenz mit dem Privatdiskont, da ja schließlich dem Geldgeber die Anlage im einen oder anderen Geschäft freisteht und in beiden Fällen eine nicht zu lange Festlegung erfolgt. Doch besteht bei Anlage in Privatdiskonten die Möglichkeit jederzeitiger Wiederabstoßung, bei Monatsgeld ist das Kapital auf einen Monat mindestens festgelegt und besteht des weiteren die Möglichkeit von Kursverlusten und der erschwerten Realisierbarkeit.

Eine besondere Art des Monatsgeldes ist nun das sogenannte fixe Geld, „Geld fest auf einen bis drei Monate", oder für besonders vereinbarte Zeiträume, ein Geschäft, welches von Banken und Bankiers untereinander gepflegt wird und dessen Zinsgrundlage durchweg der Privatdiskont mit Zuschlägen ist.

Im Mittelpunkte des Geld- und Kapitalmarktes und insbesondere des Geldmarktes steht der Diskontsatz der Reichsbank, zu welchem alle übrigen Sätze enge Beziehung haben. Der Grund dafür liegt in der Eigenschaft der Zentralnotenbank als der letzten Quelle allgemein gültiger und überall brauchbarer Zahlungsmittel und in ihrer Eigenschaft als Hüterin der Währung. Die Zentralnotenbank hat den Ausgleich zu suchen zwischen den ihr zufallenden Aufgaben: die Währung zu schützen, den Zahlungsmittelumlauf zu regeln und für eigene Rentabilität und Liquidität zu sorgen. Der Diskontsatz ist also so festzusetzen, daß diesen Aufgaben möglichst Genüge geleistet wird. Die Reichsbank kann an die von ihr zu diskontierenden Wechsel nicht so hohe Anforderungen stellen, wie sie auf dem Markt für Privatdiskonten gestellt werden. Und darin liegt schon ein Grund, warum der eine Satz höher, der andere niedriger ist, wozu dann noch die Beimischung anderer Bestimmungsgründe kommt, verschieden nach Zeit, Art und Größe, die alsdann auch das Spannungsverhältnis zwischen beiden Sätzen beeinflussen. Allerdings nicht allein, da beim Privatsatz schon die täglichen Angebots- und Nachfrageverhältnisse Veränderungen hervorrufen, welche sich bei der Reichsbank infolge der festen Geltung ihres Satzes nur in der Beanspruchung zeigen, die dann ihrerseits wieder zu Aenderungen des Satzes Anlaß geben kann. Der Privatsatz kann nur dann über den Reichsbanksatz steigen, wenn die Reichsbank die Rediskontierung verweigert und zu viele Finanz-

wechsel Unterkunft auf dem freien Markt suchen. Anderes ist weiter unten zu erwähnen.

Der Lombardsatz der Reichsbank ist durchweg ein Prozent höher als der Diskontsatz. In der Nachinflationszeit waren es allerdings längere Zeit zwei Prozent. Eine Begründung für die höhere Lage von Lombardsätzen wurde oben bereits gegeben. Eine andere, vielleicht bessere, u. E. aber ergänzende, gibt Cassel.[41]) Die größte Anwendung für Zahlungsmittel bestehe in Zahlungen für „bewegliches Realkapital", welches sich im Produktionsprozeß bis zum Konsumenten fortbewegt. Die Wechsel gäben nun eine vorzügliche Deckung für die herauszugebenden Bankzahlungsmittel ab, da die Wechselausgabe mit der Produktion in enger Verbindung stehe und so auch die Zahlungsmittelmenge dem Produktionsumfang gut angepaßt werde. Anders sei es dagegen beim Lombardkredit, wenn Wertpapiere als Deckung dienten und die Realdeckung dann in Wirklichkeit in „festem Realkapital" bestehe oder sogar wie bei Staatsobligationen gar keine wirkliche Deckung vorhanden sei. Die Rückzahlung der Bankzahlungsmittel sei hier nicht durch den normalen Fortgang der Produktion gewährleistet, und da die Verwendung von Bankzahlungsmitteln zum Kauf von „Wertpapieren und festem Kapital" eine viel geringere Bedeutung habe als jene zum Kauf von „beweglichem Kapital", so sei es richtig, die Lombardsicherheiten von der Notendeckung auszuschließen und auch den Zins fur Lombardkredite über dem der Diskontkredite zu halten. Als allgemeine Begrenzung der Zahlungsmittelmenge eigne sich wohl die Produktion, nicht aber das Vermögen eines Volkes, also wohl die Warenwechsel, nicht aber Wertpapiere.

Von besonderer Bedeutung sind auch die Sätze der Reichsbank für die Bankkredite (Bank ist hier nicht im engeren Sinne von „Kreditbank" gemeint) und in Weiterwirkung auch auf die Einlagenzinsen, deren Höhe sich letzten Endes von den Debetzinsen herleitet. Eine Bank muß stets gewärtig sein, daß der einem Kunden eingeräumte Kredit ihr in Form von Reichsbankgeld abgefordert wird, welches sie sich selbst nicht unter Reichbanksatz beschaffen kann, falls nicht gerade jemand Bareinzahlungen leistet. Daher ist es üblich, den Debetsatz über den Diskontsatz der Reichsbank zu

---

[41]) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, 3. Aufl., 1927, Seite 389—92.

erhöhen und dem Lombardsatz der Reichsbank anzupassen und außerdem je nach Qualität des Kunden noch eine Provision in Rechnung zu stellen, welche sich schon in Vorkriegszeiten durchschnittlich auf zwei bis drei Prozent p. a. stellte. Natürlich sprechen für die Höherhaltung des Debetsatzes auch sonstige Gründe: nicht jedermann hat den Zutritt zur Reichsbank, geschweige denn zum billigeren Börsenmarkt. Der Bankschuldner genießt durch den Kontokorrentkredit manche Bequemlichkeiten und Vorteile, insofern er die Kapitalinanspruchnahme jeweils seinem Bedarf anpassen kann und insofern er es schließlich ist, der den Termin bestimmt.[42]) Der Kontokorrentkredit ist für die Bank meist eine ziemlich feste Anlage und die Realisierbarkeit stößt oft auf Schwierigkeiten — in Wirklichkeit sind die sog. ungedeckten Kredite vom Standpunkt der Bank aus vielfach besser und leichter realisierbar als die gedeckten —.

Für Wechsel, welche den Weg zur Reichsbank nicht finden können, wird ebenfalls ein höherer Satz als der Diskontsatz der Reichsbank in Anrechnung zu bringen sein. Nur eine Besonderheit ist hier noch zu erwähnen. Dadurch, daß die Banken ihren Kunden zum Teil gegen eine Provision ihr Akzept zur Verfügung stellen, wogegen die Kunden zum Privatsatz auf dem Geldmarkt der Börse sich Mittel beschaffen können, die Banken selbst aber solche Akzepte anderer Banken ankaufen, gewähren sie schließlich den Kunden der anderen Banken billigeren Kredit als ihren eigenen. Die Sache erhält aber dadurch ein besonderes Gesicht, daß auf diese Weise aus einer immobilen Anlage durch die Kreditorganisation ein mobiles Papier geschaffen ist — ein Gegenstück zur Aktie und zur Obligation.

An dieser Stelle zeigt sich die enge Verbundenheit von Kapitalmarkt und Geldmarkt. Solange der Börsenhandel funktioniert, ist eine Anlage von Geldern, welche nur wenige Monate zur Verfügung stehen, — unter Berücksichtigung des Kursrisikos und der Nebenkosten —, ebensowohl in festverzinslichen jederzeit verkäuflichen Wertpapieren möglich wie in Privatdiskonten, ein Moment, welches die beiden Sätze Landeszins und Privatsatz für gewöhnlich nahe aneinander bringt. Je mehr Gelder aber unbedingt flüssig zu halten sind, etwa infolge drohender Verknappung, desto nied-

[42]) vergl. Polak, a. a. O., S. 60.

riger kann sich der Geldsatz der Börse stellen, desto mehr aber gehen die Geldsätze einerseits und insbesondere die Kontokorrentsätze andererseits auseinander, da Kontokorrentkredite am allerwenigsten durch Sukzession eines anderen — die ja bei in Wertpapieren angelegten Geldern möglich ist — flüssig gemacht werden können. Denn die Flüssigmachung durch Bankakzepte ist nur einem ganz beschränkten Kreditnehmerkreis möglich. Lansburgh meint, daß für die Banken als Erwerbsinstitute alsdann sogar die Tendenz bestehen müsse, sich für die geringeren Zinsen am Geldmarkt durch erhöhte Kontokorrentzinsen schadlos zu halten.[43])

Man muß nämlich beachten, daß durch die Kreditorganisation sozusagen wieder eine Zweiteilung auf dem gesamten Kapitalmarkt herbeigeführt wird, indem sie mitten zwischen den Kapitalanbietern und den Kapitalnachfragern steht und beide Teile in großem Umfange von ihr abhängig sind. Daß dabei die Möglichkeit besteht — ob es geschieht, soll nicht behauptet werden —, das Machtverhältnis zu Zeiten auszunutzen, bedarf keiner weiteren Erörterung.

Mit diesen Ausführungen ist über die Faktoren, welche den Zinsfuß überhaupt bestimmen, noch nichts gesagt. Dies soll im folgenden geschehen.

2. Die Höhe des Zinsfußes im allgemeinen.

a) Kapitalangebot, Nachfrage, Ertragsgestaltung.

Die Höhe des Zinsfußes einer Volkswirtschaft richtet sich, wie jeder Preis, nach Angebot und Nachfrage. Dies besagt allerdings ohne weitere Erläuterungen nicht viel, noch weniger die in Zahlen angegebene verleihbare Kapitalmenge allein. Aus unseren bisherigen Erörterungen ging schon hervor, daß die mehr oder weniger große Sicherheit der Rückzahlung durch den Schuldner von Einfluß auf die Höhe des Zinses ist, daß also steigendes Risiko einen steigenden, sinkendes Risiko einen sinkenden Geldzins zur Folge hat. Desgleichen ist implicite gesagt, daß die kürzere oder längere Dauer der Kredite von Bedeutung ist, und zwar derart, daß der Zinsfuß des Geldmarktes durchweg unter dem des Kapitalmarktes steht, wobei wir natürlich den typischen Zins im Auge haben. Nur fragt es sich, aus welchem Grunde. Die längere Laufzeit allein kann der Grund nicht sein. Denn würden die Zins-

[43]) Lansburgh, in Geldknappheit, Bank, 1922. S. 540/41.

kosten sich bei kürzerer Laufzeit verbilligen, so daß sie imstande wären, die Fälligkeiten abzukürzen, so gäbe es keine langen Laufzeiten. Dabei hält es auch schwer, bei Kommunen etwa und Industrien mit höheren Zinssätzen eine allgemeine Tendenz nach kürzeren Fälligkeiten zu konstatieren. Vielfach trifft das Gegenteil zu. Allerdings wird es, wie schon erwähnt, für den Kreditnehmer durchweg erwünschter sein, einen länger-fristigen Kredit zu erhalten, um nicht der Gefahr ausgesetzt zu sein, eventuell nach kurzer Zeit keinen Kredit mehr zu haben. Und daher wird er in engen Grenzen zu höherem Zinsfuße für längere Fälligkeit bereit sein. Für den Kreditgeber besteht alsdann die Tatsache, auf längere Zeit gebunden zu sein. Für ihn bedeutet schon die längere Laufzeit selbst je nach den Verhältnissen ein gewisses Risiko. Aber wieder ist es nicht so, daß die längere Laufzeit andere Dinge überschatten kann. Denn dann müßten bei Anleihen verschiedener Fälligkeiten desselben Schuldners größere Unterschiede bestehen, als zwischen gleichen Fälligkeiten verschiedener Schuldner. Und auch das ist schwerlich festzustellen.[44])

Das Angebot an Kapital hängt im wesentlichen ab von der Kapitalbildung. Diese erfolgt zum großen Teil in den Unternehmungen selbst durch Zurückhalten von Dividenden, zum anderen ist sie ein Ergebnis der sonstigen Spartätigkeit des Volkes. Die Kapitalbildung hängt ab einerseits von der Ergiebigkeit der Produktion (im weitesten Sinne), andererseits vom Sparwillen und von der Einkommensverteilung. Wer ein reichliches Einkommen hat, wird einen Zuwachs eher zu Ersparnissen verwenden als der, dessen bisheriges Einkommen gerade zur Lebensfristung hinreicht. Cassel sagt: „Die gesamte Kapitalbilduung ist. . . . in gewissem Maße von der Einkommensverteilung der Tauschwirtschaft abhängig. Aller Wahrscheinlichkeit nach würde eine mehr demokratische Einkommensverteilung den Spargrad der Gesellschaft nicht unwesentlich herabsetzen."[45]) Ein gewisser Teil der Bevölkerung ist also infolge der Einkommensverteilung zu niedriger Lebenshaltung gezwungen, wodurch in anderen Volksteilen umso mehr zu Rücklagen frei wird. Eine offensichtlich zwangsweise Kapitalbildung wird in Deutschland durchgeführt durch die Sozialversicherung und zur

[44]) Im übrigen sei hier Bezug genommen auf S. 29 ff.
[45]) Cassel, a. a. O., S. 216.

Zeit durch die sog. Hauszinssteuer. Es ist eine beobachtete Tatsache, daß in Ländern alter wirtschaftlicher Kultur und stetiger Entwicklung das Kapitalangebot sich weit günstiger stellt als in unentwickelten Volkswirtschaften und Neuländern, wobei allerdings durch wirtschaftliche Katastrophen (Krieg, Krisen, Inflation) sehr wirtschaftsschädliche Störungen und Rückschläge eintreten können.

In erster Linie sind also die Einkommensverhältnisse für das Angebot an Kapital ausschlaggebend. Der Zinssatz selbst ist, wie Cassel ausführt und wie auch gegenwärtig eigentlich überall beobachtet werden kann, von verhältnismäßig untergeordneter Bedeutung.

In zweiter Linie kommt das vom Ausland erfolgende Angebot in Frage und . . . . die Kreditschöpfung. Doch hierüber später.

Die andere Komponente für die Zinspreisbildung ist die Nachfrage, die einem konsumtiven oder produktiven Bedarfe entspringt. Dabei spielt die konsumtive Verwendung die geringere Rolle, kann allerdings — etwa in Kriegszeiten — zu außerordentlicher Höhe anschwellen und den Zinsfuß stark in die Höhe treiben, ohne daß eine Grenze abzusehen ist. Wichtiger ist die Nachfrage zu produktiven Zwecken, die ihren Grund in der Notwendigkeit der Produktion hat und in der Möglichkeit, dadurch Gewinne zu erzielen. Und danach wird sich auch die Gestaltung des Zinses im allgemeinen richten.

Die Bereitschaft, Kapital gegen Zins aufzunehmen, richtet sich ökonomischerweise nach der Rentabilität der Kapitalinvestierung. Man muß deshalb die bestehenden und zu erwartenden Güterpreise, Löhne usw., sowie überhaupt „geradezu alle sachlichen und persönlichen Daten einer Volkswirtschaft“ [46]) zur Erklärung des Zinsfußes heranziehen. Damit finden wir auch schon den Schlüssel für die Erklärung der Tatsache, daß Preisveränderungen (Zinsveränderungen) auf dem Kapitalmarkt nie im selben Ausmaße erfolgen können, wie auf dem Geldmarkt, da ökonomischerweise für langfristige Kreditabschlüsse der nachhaltig erzielbare Ertrag die Grundlage für die Höhe des Zinses abgeben muß, während es durchaus angebracht sein kann, zur Ueberwindung kurzer Schwierigkeiten für kurzfristiges Kapital höhere Sätze zu bieten. Verän-

[46]) Schumpeter, Josef: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 1926, S. 276.

derungen müssen sich stärker und schneller auf dem Geldmarkte bemerkbar machen. Es folgt weiter daraus, daß der in irgendwelchen Unternehmungen erzielbare Gewinnertrag richtunggebend wird für jede Art Zins, möge es sich auch um konsumtive Staatsanleihen handeln oder um sonstige Konsumdarlehen, und daß also der sogenannte Darlehenszins in gewissen Abständen der Gewinnquote [47]) in Produktionsunternehmen folgt. Es ist die Tendenz zur Angleichung der Zinssätze des „Marktes für Unternehmerkapital" einerseits und des „Leihkapitalmarktes" andererseits. [48])

Dabei muß aber bedacht werden, daß die Angleichung nichts weniger als vollkommen sein kann, da es u. E. eine „formale Wanderung des Kapitals" (mal vom Produktionsmarkt zum Leihmarkt, mal vom Leihmarkt zum Produktionsmarkt) [49]) nicht gibt. Zum mindesten ist diese Ausdrucksweise danach angetan, Mißverständnis zu erzeugen. Wenn einmal Kapital in irgendwelchen Anlagen investiert ist, so bleibt es darin solange, bis es mit der allmählichen Abnutzung wieder frei wird. Für den einzelnen Geldgeber besteht die sog. Möglichkeit, sein „Kapital wieder herauszuziehen" nur dann, wenn jemand gewillt ist, an seine Stelle zu treten und er das von dem anderen erhaltene Kapital beliebig verwenden kann. Das ist aber keine „Wanderung des Kapitals", sondern ein Personenwechsel der Kapitalgeber.

Der tatsächliche Ertrag eines investierten Kapitals ist auch keineswegs gleich dem später herrschenden Zinssatz oder der als normal geltenden Gewinnrate. Es hängt ab von dem mehr oder weniger guten Gedeihen des Unternehmens. Dadurch aber, daß der Ertrag des Unternehmens die Bewertung desselben bezw. den Kurs der Aktien beeinflußt, wird jene Tatsache wieder verwischt. Für den neuen Käufer einer Aktie tritt die sogenannte normale Profitrate wieder in Erscheinung. Im Moment der Investierung sieht der Investierende auf der einen Seite die Realdividende, bezw. den Realertrag von Aktienwerten und auf der anderen Seite die

---

[47]) Vergl. Sartorius von Waltershausen, Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Auslande, Berlin 1907, S. 29.

[48]) Spiethoff, die äußere Ordnung d. Kapital- u. Geldmarktes, a. a. O., S. 451. Der Unterschied zwischen „Unternehmungskapital" und „Leihkapital" besteht darin, daß der erstere „Eigentümer" wird.

[49]) Albert, Herm.: Die geschichtl. Entwickl. d. Zinsfußes in Deutschland von 1895/1908. Leipzig 1910, S. 4/5.

Zinssätze für Leihkapitalien und den Realzins von festverzinslichen Papieren, bezw. die Profitraten einerseits und die Zinsraten andererseits. Es steht ihm frei, worin er sein Kapital anlegen will. Ebenso ist, wie gesagt, der Kauf des einen und der Verkauf des anderen Papieres möglich.

Darin also besteht der Ausgleich der Raten und die These, daß das Kapital an eine bestimmte Güterform nicht gebunden ist.

b) Das Ausland und der Zins.

Was soeben über den Ausgleich der Zinsrate gesagt wurde, gilt auch für die internationalen Kapitalströmungen, die für die Zinsgestaltung einer Volkswirtschaft von Bedeutung sind. Hier gilt ebenfalls, daß nur das neu gebildete Kapital die Wahl hat, im Inlande zu verbleiben oder ins Ausland abzufließen, je nachdem, wo der größere Ertrag winkt. Für den Zinsfuß des einen Landes und dessen Kapitalversorgung ist also auch der Zinsfuß des anderen Landes und die dort bestehende Kapitalversorgung von Bedeutung. Aber eine vollständige Nivellierung ist auch hier infolge der verschiedensten Hemmungen und Umstände nicht möglich. Die letzte Grenze besteht einerseits in den Sicherheiten, die der Schuldner dem Gläubiger stellen kann und andererseits in der Differenz nachhaltig erziebarer Produktionsgewinne der in Frage kommenden Länder. Weitere Einzelheiten werden uns später beschäftigen. Das allerdings ist wohl zu beachten, daß im internationalen Verkehr der in den Ländern herrschende Leihsatz bester Anlagen (nicht die Rendite der Aktien) die erste Rolle spielt, insbesondere der Privatdiskontsatz als der Satz erstklassiger Wechsel, und daß für die kurzfristig verfügbaren Gelder die Anlage in erstklassigen Auslandswechseln, welche zum Privatsatze in ihrem Heimatlande diskontfähig sind, die geeignetste ist. Nach dem Privatsatze richtet sich also auch der Kurs der Wechsel, und umgekehrt richtet sich wieder nach den Wechselkursen und ihrer voraussichtlichen Gestaltung Angebot und Nachfrage nach Auslandskapital. Der Zustrom von Auslandsgeld und der Abstrom von Geld ins Ausland ist nichts anderes als ein Kauf heimischer bezw. ausländischer Wechsel oder Guthaben. Die Wechselkurse hinwiederum sind abhängig von der Währungsverfassung.[50]) Daneben richtet sich das

[50]) Die Bindung der einzelnen Landeswährungen an ein internationales Tauschgut (Gold), wodurch die Wechselkurse nur inner-

Angebot kurzen Auslandskapitals wesentlich nach den geltenden Reportsätzen bezw. Monatsgeld, welche beiden Sätze — also Privatsatz und Reportsatz — in dauernder Konkurrenz miteinander stehen. Das Monatsgeld und Reportgeld sind ebenso wie Privatdiskonten beide Kapitalhingaben auf kürzere Zeiträume, mit dem Unterschied allerdings, daß eine Bindung für eine bestimmte Zeit besteht, während Privatdiskonten jederzeit veräußerlich sind. Doch meist kommt das Interesse, den Betrag vor Ablauf einer bestimmten Zeit wieder flüssig machen zu können, erst in zweiter Linie in Frage. Auf dem kurzfristigen Kapitalmarkt bestehen also die größten gegenseitigen Beeinflussungen, wogegen der langfristige erst sekundär in Frage kommt. In den internationalen Beziehungen lag auch ein wesentlicher Grund für die Schwierigkeiten der Reichsbank vor dem Kriege: „Hinter dem niedrigen Privatsatz des deutschen Kapitalmarktes steht der internationale Kapitalmarkt, an dem zu normalen Zeiten die deutsche Kreditorganisation durch so zahlreiche und ausgiebig funktionierende Kanäle angeschlossen ist, daß ein von außen herzuflutendes Kapitalangebot den Leihsatz niedriger hält, als er den inneren Marktbedingungen der deutschen Volkswirtschaft entsprechen würde. Hinter dem hohen Banksatz steht die Kapitalnachfrage, für die schon die Verbindung mit der Reichsbank günstigere Kapitalbeschaffung bedeutet, als auf anderem Wege erlangt werden kann.“ [51])

3. Säkulare und zyklische Schwankungen.

a) Säkulare Schwankungen.

Man hat die Beobachtung gemacht, daß der Verlauf der Zinskurve seit etwa 1800 in zwei verschiedenartigen Wellenbewegungen erfolgte, und zwar in langen von etwa 20—40 Jahren und innerhalb derselben in kurzen, deren Dauer früher mit etwa 8—10 Jahren, heute mehr mit 3—4 Jahren als typisch angenommen wird, wenngleich die Dauer auch zwischen 1—9 Jahren schwankt. [52]) Hoch- und Tiefpunkte beider Wellen fallen allerdings zusammen.

halb bestimmter Grenzen (Goldpunkte) schwanken können, ist somit die geeignetste Grundlage für die Leichtigkeit der internationalen Kapitalwanderungen.

[51]) Plenge, Johann: Diskontpolitik, a. a. O., S. 195.

[52]) Spiethoff und Waldo F. Mitchell.

Bei den gleichzeitigen Hoch- und Tiefpunkten beider Wellen mag also wohl dieselbe Ursache zugrunde liegen. Im übrigen müssen verschiedene Kräfte gewirkt haben, welche aufzudecken schon lange Gegenstand der ökonomischen Theorie war.

Eine vollkommen einheitliche Anschauung über die Ursachen der langen Wellenbewegungen ist noch nicht festzustellen.

Wir haben oben von Angebot und Nachfrage als den ausschlaggebenden Faktoren für die Zinshöhe gesprochen. Dabei ist es selbstverständlich, daß der vorhandene Kapitalstock für die lukrativsten Verwendungsmöglichkeiten, die den höchsten Zins zu zahlen fähig sind, ökonomischerweise auch Verwendung finden muß. — Wenn das tatsächliche Bild vielfach anders ist, so liegen die Gründe eben außerhalb der Oekonomie. — Erst dann, wenn entweder einerseits eine Kapitalvermehrung stattfindet oder andererseits die rentabelsten und dringendsten Kapitalanlagen bestritten sind, kann das sich bildende Kapital für weniger rentable Anlagen und demnach auch zu niedrigerem Zins verwendet werden, weil, wie oben bereits angedeutet, der sogenannte Grenzkapitalertrag letzten Endes maßgebend für das gesamte Zinsniveau wird.

Man hat nun das säkulare Fallen und Steigen des Zinses darauf zurückzuführen versucht, daß man sagte, beim ersten Vorgang habe die fortschreitende Kapitalvermehrung eine vorwiegend geringere Verwendungsmöglichkeit gewährt, beim zweiten Vorgang sei die Kapitalansammlung durch die infolge neuer Erfindungen, Entdeckungen und organisatorischer Verbesserungen (Eisenbahnen, Elektrizität etc.) gewachsene Verwendungsmöglichkeit und Nachfrage überkompensiert worden.[53]) Die Warenpreisentwicklung wird in diesem Zusammenhang nicht besonders berücksichtigt.

Meist aber wird das Hauptaugenmerk auf die Preisentwicklung gerichtet und gesagt, daß bei steigenden Warenpreisen auch der Zins steigen müsse und umgekehrt, indem man von dem richtigen Grundgedanken ausgeht, daß eine in Aussicht stehende Warenpreissteigerung die Anwendung von Kapital, das anfänglich noch zum alten Satz erhältlich ist, lohnender machen muß und demzufolge in nicht zu ferner Zeit eine größere Nachfrage nach Kapital

[53]) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, 2. Aufl. Leipzig 1921, S. C193. dto. Böhm-Bawerk, Artikel „Zins" im H. d. St. 4. Aufl. Jena 1924, S. 1138/39.

und ein höherer Zins die Folgen sind. Die Zinssteigerung dauert solange, wie die Warenpreissteigerung anhält, wobei jene aber hinter dieser zurückbleiben muß, weil sonst der Mechanismus sofort aufhören würde zu laufen (der Geldzins erreicht nicht den Realzins).

Beide Erklärungen stehen nicht miteinander in Widerspruch, sondern ergänzen sich. In Wirklichkeit sind beide Vorgänge gleichzeitig zu betrachten. Eine Frage ist nur noch, woher eine allgemeine Preissteigerung rührt.

Allgemeine Preissteigerung ist ein anderer Ausdruck für Geldentwertung. Woher rührt diese? Selbstverständlich darf dabei nur eine internationale Geldentwertung berücksichtigt werden.

Auch hier gehen die Erklärungen auseinander. Gewöhnlich weist man hin auf die geringer oder größer werdende Produktion der Edelmetalle, namentlich des Goldes als des Standardgeldes, deren Korrelat ein Preisfall bezw. eine Preissteigerung sei. In neuerer Zeit wird auch hingewiesen auf die Entwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs und die dadurch fortwährend größer werdende Möglichkeit der Kreditschöpfung (Kreditinflation).

Eine andere Theorie, die in diesem Zusammenhange zu erwähnen ist, gibt Mildschuh.[54])

In Kriegszeiten, so sagt er, tritt der kriegführende Staat, meist notgedrungen, mit großen Anleihe-Ansprüchen auf dem Markte auf und bringt einen großen Teil der nationalen Ersparnis an sich. Die Zinsen dafür durch Steuern aufzubringen ist er vorerst durchweg nicht imstande, sondern er zahlt sie im nächsten Jahr aus dem Erlös einer neuen Anleihe. Der Erlös der neuen Anleihe setzt sich zusammen aus Beträgen, die von den Geldgebern zur Kapitalisierung bestimmt wurden und von ihnen nicht dem Konsummittelmarkt zugeführt werden sollten. Ein Teil wird nun aber als Zinsen an die vorjährigen Anleihezeichner ausgezahlt und ist dort Einkommen. Das Einkommen erhöht sich also auf Kosten des Kapitalstocks, des Vermögens (unter Einkommen wird in diesem Zusammenhang nicht, wie sonst üblich, das verstanden, was verzehrt werden kann, ohne das Vermögen zu vermindern, sondern die Summe neu zufließender Kaufkraft, was auch auf Kosten des Ver-

[54]) Mildschuh, Wilibald, Kreditinflation und Geldtheorie, Archiv f. Sozialwissenschaft, 51. und 52. Band, Tübingen 1924.

mögens geschehen kann). Die zu Zinseinkommen gewordenen Teile der neuen Anleihe werden zum größten Teil zum Einkauf von Konsumgütern verwandt. Die Anleihezeichner haben ihren Konsum nicht eingeschränkt, da die gezeichneten Beträge ja als Ersparnisse zur Kapitalisierung bestimmt waren. So entsteht auf dem Konsummittelmarkt eine erhöhte Nachfrage. Die Preise steigen.[55]) Den erhöhten Einkommen entsprechen zwar auch mehr sogenannte Kapitalgüter, aber diese sind keine realen, sondern nur fiktive, nämlich die Schuldtitel des Staates.

Das Einkommen erhöht sich auf Kosten des realen Vermögens, das sonst entstanden wäre. Wir sagen wohl besser: eine Entgüterung der Wirtschaft tritt ein.

Da nun von jedem Nationaleinkommen der größere Teil konsumtiv verwendet wird, so ist bei der Vergrößerung der Einkommen auf die gekennzeichnete Art und Weise eine Preissteigerung der Konsumgüter unvermeidlich. Die Kapitalgüter haben sich (in Form von Schuldtiteln) um den ganzen Betrag jener neuen Einkommen vermehrt. Da aber nur ein geringer Teil dieser Einkommen zur Kapitalisation verwandt wird, so muß der Preis dieser Kapitalgüter notwendig sinken, d. h. der Zinsfuß steigt. Und zwar kommt der Preisfall bei den Geldrenten voll zum Vorschein, während bei den sog. realen Kapitalgütern der sich bildende Preis eine Resultante ist aus diesem Kapitalisationsfaktor und dem erhöhten Geldwert ihres Realertrages (Mietzins, Wert der Erzeugnisse usw.).

---

[55]) vergl. Mildschuh a. a. O., Bd. 51, S. 714: „Wenn der Staat die Zinsen von den von ihm aufgenommenen Anleihen mittels Steuern begleicht und wenn daher gegenüber dem erhöhten Einkommen der Eigentümer der Kriegsanleihen die durch Steuern verminderten Einkommen der besteuerten Bevölkerung stehen, so daß sich das gesamte Geldeinkommen nicht verändert, so verändert sich auch der Wert der Geldeinheit nicht, selbst, wenn die Menge der vom Staate aufgenommenen Anleihen noch so groß wäre. Ist hingegen der Staat gezwungen, die Zinsen von seinen Schulden zur Gänze oder zum Teile mittels neuer Entleihungen auszugleichen, was in großen Kriegen selbst finanziell gefestigte Staaten (wie im Weltkriege England) nicht imstande sind, zu vermeiden, dann muß sich der Wert der Geldeinheit senken oder das Preisniveau erhöhen, da sich ja das Einkommen der Besitzer der Kriegsanleihen erhöht, das Einkommen der übrigen Bevölkerung hingegen in diesem Falle nicht verändert hat und daher das gesamte Geldeinkommen trotz unveränderten Realeinkommens gestiegen ist."

Eine Fortsetzung der Anleiheinflation (wie wir sagen wollen) hat eine relativ abnehmende Wirkung.[56])

Ein Aufhören der Kreditinflation setzt auch der Preis- und Zinssteigerung ein Ziel. Für Preise und Zinsfuß bildet sich ein neues niedriges Niveau heraus. Werden die Schulden zurückgezahlt und die für bereits zurückgezahlte Schulden ersparten Zinsen zur verstärkten Rückzahlung verwendet — ohne daß eine Steuerermäßigung vorgenommen wird —, so wird ein weiterer Preis- und Zinsfall die Folge sein.[57])

Auf das Ausland hat ein solcher Vorgang dieselbe Wirkung, wenngleich in geringerem Maßstabe. Das Ausland wird vom kriegführenden Staat gern um eine und mehrere Anleihen angegangen. Eine Widersetzung ist selten ganz möglich.

Der Grundgedanke Mildschuh's dürfte einleuchtend sein und im Verein mit den oben vorgetragenen anderen Ansichten eine volle Erklärung bieten.

In genau gleichem Sinne über den Verbrauch von Vermögen und Einwirkung auf die Preise spricht sich auch Mombert aus.[58])

Die hohen deutschen Steuern von 1924 und 1925 wurden zum Teil aus dem Vermögen bezahlt, dann aber nicht in gleichem Umfange zu Schuldenrückzahlungen und Kapitalisation verwandt. Erhebliche Teile wandelten sich um in neue Einkommen, die auf den Konsumgütermarkt kamen und dort die Preise hochhielten.

b) Zyklische Schwankungen.

Nach dieser Darlegung der Hauptursachen säkularer Zinsschwankungen bliebe noch eine Skizzierung der zyklischen übrig.

Preisniveau- und Zinskurve scheinen in den periodisch wiederkehrenden geschäftlichen Fluktuationen eng positiv miteinander verknüpft zu sein, indem die Kurve des Zinsfußes der des Preisniveaus in gewissem Abstande folgt. Die Dauer der Zyklen schwankt, wie oben erwähnt, zwischen 1—9 Jahren, die meist vorkommenden weisen eine Länge von 3—4 Jahren auf. Zirka $^3/_5$

[56]) Vergl. Mildschuh, a. a. O. S. 721—725.
[57]) Vergl. Mildschuh, a. a. O., S. 748/9.
[58]) Mombert, Paul, Besteuerung und Volkswirtschaft, Karlsruhe 1921, und in einem besonderen Aufsatz „Inflationistische Wirkungen von Einkommens- und Vermögenssteuern", Bankarchiv, XXIV. Jahrgang, März 1925, S. 207 ff.

eines Zyklus vergehen in Aufstieg (Hausse), zirka $^2/_5$ in Abstieg (Baisse). Die Hausse ist gekennzeichnet durch Preissteigerung bezw. Geldwertminderung, die Baisse durch Preisfall bezw. Geldwertsteigerung. Die Ursache von Hausse und Baisse ist von den einzelnen Autoren in verschiedenen Momenten gesucht worden. Doch die herrschende Ansicht scheint dahin zu gehen, daß die psychologische Stimmung der schaffenden Menschen, insbesondere der Unternehmer, der G l a u b e an gute oder schlechte Zeiten, den Anstoß zu einer Richtungsänderung geben: Das eine Mal Ueberschätzung, das andere Mal Unterschätzung der Entwicklungsmöglichkeiten. In Erwartung günstiger Geschäftstätigkeit und Absatzmöglichkeit vergrößert sich die Nachfrage nach Rohstoffen, nach Arbeitskräften usw. und nach Kapital zwecks Bezahlung dieser Dinge. Wer der erste ist, erzielt den größeren Profit, weil anfänglich die Preise, die Löhne, der Zins noch niedrig sind. Die Kapitalnachfrage wird befriedigt durch die bisher gemachten Ersparnisse und durch die von den Banken geschöpften Kredite. Es kann als anerkannt gelten, daß das moderne Banksystem in weitem Maße Kaufkraft schaffen kann, ohne daß das sogenannte Standardgeld (Gold) sich vermehrt. Und zwar erfolgt die Kaufkraftschaffung einmal durch Notenausgabe von Seiten der Zentralnotenbank, die für gewöhnlich soweit gehen kann, bis ihre gesetzliche Deckungsgrenze erreicht ist, sodann durch Kreditschaffung (Einräumung eines Buchkredites) seitens der Zentralnotenbank und insbesondere seitens der anderen Banken. Ermöglicht wurde die Kreditschöpfung durch die Entwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs. Sicher ist, daß einstmals der Kreditgewährung der Banken sogenannte Einzahlungen vorausgegangen sind. Aber dadurch, daß der Verkehr die Giroguthaben als Zahlungsmittel ansah, hat sich allmählich das Verhältnis verändert und ist aus der Kreditvermittlung eine Kreditschöpfung der Bank geworden (Hahn, Theorie des Bankkredits), wobei die Barmittel, die den Banken als Deckung ihrer Verbindlichkeiten dienten, immer weniger werden konnten, weil sie fortwährend weniger verlangt wurden. Das bedeutet von der anderen Seite gesehen eine vergrößerte Kreditgewährungsmöglichkeit. Die Grenze liegt in der Fähigkeit, dem Verlangen nach Bargeld entsprechen zu können. Was bei der Zentralbank die sogenannte Drittel- oder 40%ige Deckung ist, das ist bei den Privatbanken ihre Liquidität. Jede Bareinzahlung und jede Umwandlung von

Giroguthaben in Sparguthaben macht die Bank liquider. Ihre Kreditschöpfung ist nach wie vor von der Spartätigkeit abhängig, sowie von dem Willen und der Fähigkeit der Zentralnotenbank, dem Verlangen nach Bargeld nachzukommen.

Als oberster Grundsatz für die Zentralnotenbank aber gilt, daß der Wert des Landesgeldes sich gegenüber dem Auslandsgeld nicht vermindert. Eine Vermehrung hat aber nach kurz oder lang eine Erhöhung des Preisniveaus zur Folge, was eine Unterwertigkeit gegenüber dem Auslandsgeld bedeutet, wenn nicht im Auslande gleichfalls eine entsprechende Preissteigerung und Geldvermehrung stattgefunden hat. Ob dabei die Erhöhung der Preise oder die Geldvermehrung das Primäre ist, ist in diesem Zusammenhange, wo es sich um das Grundsätzliche handelt, bedeutungslos. Zwecks Vermeidung eines zu großen Zahlungsmittelumlaufs wird bei einer Preissteigerung eine Diskonterhöhung unvermeidlich. Freilich kann die Notwendigkeit der Zinserhöhung auch schon eintreten, bevor die gesetzliche Deckungsgrenze erreicht ist, wenn nämlich die Bankreserven überaus hoch sind (wie zur Zeit in U.S.A.) und eine Kreditgewährung bis zur gesetzlichen Deckungsgrenze eine Zahllungsmittelausweitung mit wirtschaftlich unerträglicher Preissteigerung bedeuten würde. (Auf das Willkürliche der Dritteldeckung näher einzugehen, erscheint nicht nötig.)

Ein sich erhöhendes Preisniveau erhöht auch deshalb die Nachfrage nach Kredit, weil es größerer Beträge zur Durchführung der Geschäfte bedarf. Die Folge ist grundsätzlich eine Zinsfußsteigerung. Aber wenn die Bankreserven groß sind, so können die Banken einschließlich Zentralnotenbank ein privatwirtschaftliches Interesse daran haben, ihre potentielle Kreditgewährungsmöglichkeit auszunutzen und die schön aussehende Reserve gegen werbende Anlagen auszutauschen. Wenn diese Kreditgewährungsmöglichkeit groß ist und lange fortgesetzt werden kann, so kann der Zinsfuß lange niedrig bleiben trotz sich erhöhender Preise, bis das Erschöpfen der Reserve dem circulus vitiosus ein Ende bereitet.

Die Richtung (trend) des allgemeinen Preisniveaus allein erklärt die Zinsentwicklung nicht, denn die Zinssteigerung bleibt fast stets einige Monate hinter der Warenpreissteigerung zurück.

Auch der Zins ist ein Kostenfaktor. Solange er noch niedrig ist, erhöht sich bei den Firmen, insbesondere bei denen, welche mit sehr vielen fremden Geldern arbeiten und deren Verkaufspreise

schon gestiegen sind, der Gewinn. Von dieser Seite her muß also ein erhöhtes Kapitalangebot an den Markt kommen. Auch am Ende der Hochkonjunktur, wenn die Preise schon fallen, folgt der Zins nicht gleich nach. Das ist erklärlich, weil Ausleihungen bei sinkenden Preisen viel gewagter werden, andererseits mancher Unternehmer den Wunsch haben mag, weiter zu borgen, um die Waren bis zu einem Wideranstieg der Preise durchzuhalten.

Es ist wohl nicht so, daß der niedrige Zins allein den Anstoß gibt zum Anstieg, denn er erniedrigt sich noch während des ersten Anstiegs. Das dürfte daran liegen, daß die Ersparnisse noch größer sind als die Beanspruchungen. Andererseits kann wohl angenommen werden, daß der hohe Zins der Hochkonjunktur ein Ende setzt, weil er als Kostenfaktor für viele Firmen das Leihen unrentabel macht und weil ein Abstoßen der Waren zu billigeren Preisen vorteilhafter ist als die weitere Zahlung hohen Zinses. Wobei zu beachten ist, daß in der Hochkonjunktur die Zinsen nicht nur in höherer Prozentziffer, sondern auch auf höhere Beträge zu zahlen sind.

Dies möge als Grundlage zur Untersuchung der Zinsentwicklung in den letzten Jahren genügen. Das Ergebnis sei nochmals kurz angedeutet: Die Gleichmäßigkeit der Zinssätze auf den einzelnen Märkten hängt ab von der Leichtigkeit des Wechsels von einer Anlageart zur anderen und der Ausgeglichenheit des Angebotes auf den einzelnen Teilmärkten. Die Höhe des Zinsfußes im allgemeinen hängt ab von Angebot und Nachfrage auf dem Kapitalmarkt oder präciser gesagt, von der Kapitalbildung, dem Auslandsangebot, der Bankpolitik und dem Geldwert einerseits, von den Aussichten im Geschäftsleben andererseits, wobei das Moment der Sicherheit im ganzen eine entscheidende Rolle spielt.

2. Kapitel:
Geschichte des Zinsfußes.

1. Abschnitt: Die Entwicklung in der Vorkriegszeit.

§ 6. Die säkulare Entwicklung. (1815—1914) [59]

Die hundert Jahre vom Ausgang der napoleonischen Kriege bis zum Beginn des Weltkrieges zeigen uns vier Phasen der Zinsfußbewegung, zwei des sinkenden und zwei des wieder steigenden Zinses. Infolge der napoleonischen Kriege hatte der Zins am Anfang des 19. Jahrhunderts eine damals ungewöhnliche Höhe erreicht, sodaß preußische Staatsschuldscheine im Jahre 1813 eine Realverzinsung von 16,3% boten. Vom Jahre des Friedensschlusses 1815 bis etwa zum Jahre 1845 zeigt der Zins eine im ganzen absteigende Linie, welche durch kleinere Rückschläge 1818/20 und 1830 ein wenig unterbrochen wurde. Während die Rendite nach dem Friedensschlusse 1815 noch zirka 5—6% betrug, sank sie bis zum Jahre 1845 auf den niedrigen Stand von 3½% und teilweise noch tiefer herab. Als Ursache haben — wie gewöhnlich — verschiedene Faktoren gewirkt. Die wichtigsten waren folgende: Die Friedenszeit ermöglichte es dem Staate, allmählich wieder Ordnung in den Haushalt zu bringen, wodurch das sich bildende Kapital der geordneten Wirtschaft zufließen konnte und nicht mehr konsumtiv vom Staate verwendet werden brauchte. Die Errichtung von Kreditinstituten war der Kapitalbildung förderlich und ermöglichte auch einen leichteren Verkehr. Die Risikoprämie, die vorher einen zu

---

[59]) Folgende Ausführungen gründen sich, wenn nichts besonderes angemerkt ist, auf Kahn, Julius: Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1815, Stuttgart 1884;
Voye, Ernst: Ueber die Höhe der verschiedenen Zinsarten und ihre wechselseitige Abhängigkeit. Die Entwicklung des Zinsfußes in Preußen von 1807—1900. Jena 1902.
Mildschuh, Willibald: Kreditinflation und Geldtheorie, a. a. O.
Homburger, Paul: Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870—1903. Diss. 1905.

großen Teil des Zinses ausgemacht hatte, wurde allgemein wesentlich kleiner. Andererseits fehlten noch größere Kapitalbeanspruchungen für den Bau von Eisenbahnen oder sonstigen größeren Projekten. Während 1818/20 namentlich ausländische Kapitalansprüche (französische und österreichische) an den Markt traten, war es 1830 hauptsächlich die Julirevolution, welche eine Erhöhung des Zinsfußes bewirkte. Die Zinsfußbewegung ist im ganzen mit der Preisbewegung parallel gegangen, welche ihrerseits verursacht wurde einerseits durch die vermehrte bezw. verminderte Goldproduktion, mehr aber (nach Mildschuh) durch Vergrößerung bezw. Verringerung der Staatsschuld, insbesondere der englischen, welche in den Jahren 1815 und 1818 je ein Maximum erreichte und von da ab ständig zurückging. Vergrößerung der Staatsschuld (und die Zinszahlung mittels neuer Schulden) und Preissteigerung einerseits, Verringerung der Schuld (durch Rückzahlung und verstärkte Rückzahlung mittels der in den folgenden Jahren ersparten Zinsbeträge) und Preisfall — in Gold ausgedrückt — andererseits laufen parallel.

Die Periode von 1845 bis 1871 bringt eine erhebliche Steigerung des Zinsfußes. Der Realzins erster Staatsanleihen stieg von 3½% im Jahre 1845 unter gewissen Schwankungen während und nach den verschiedenen bedeutenderen politischen Ereignissen dieser Periode auf 5% im Jahre 1870, ohne daß er wieder unter 4% gesunken wäre. Nach anfänglicher weiterer Steigerung bei Ausbruch des deutsch-französischen Krieges auf 5¾% ging er bis Januar 1871 wieder auf 5% herab.

Hervorgehoben sei, daß innerhalb dieser Periode infolge der verbesserten Verkehrsmittel und der sich anbahnenden inneren Konsolidierung Deutschlands eine Nivellierung der Zinssätze der einzelnen Kapitalzentren Deutschlands sich durchzusetzen begann.

Während in Frankreich noch bis zum Jahre 1873 eine Zinssteigerung zu verzeichnen ist, trat in Deutschland und England, in Rußland und in Amerika (USA) eine sinkende Tendenz ein, welche bis 1895/96 anhielt. Die Rente vierprozentiger preußischer Konsols betrug 1874 4,01%, ging bis 1878 auf 4,18% hinauf (Balkanwirren), fiel wieder bis 1888 auf 3,71%, 3½%ige Konsols (1886 konvertiert), rentierten 1894 mit 3,35%, 3%ige 1891 emittierte mit 3,02% — der niedrigste Stand des Jahrhunderts.

Die Periode von 1845—1871 ist besonders gekennzeichnet durch den Ausbau der Eisenbahnen, wofür große Kapitalmengen beansprucht wurden. Verschiedene politische Ereignisse brachten auch erhöhte Staatsansprüche und ließen neben dem reinen Zins auch die Risikoprämie anschwellen. Andererseits brauchten während der Periode 1871/3—1895/6 im wesentlichen nur noch minder wichtige, weniger Kapital beanspruchende, Bahnen ausgebaut werden. Andere technische Erfindungen, die eine ähnliche Menge Kapitalaufwand erforderten, gab es nicht, bezw. wurden nicht nutzbar gemacht. Außer dem türkisch-russischen Kriege waren auch größere politische Beunruhigungen nicht zu verzeichnen.

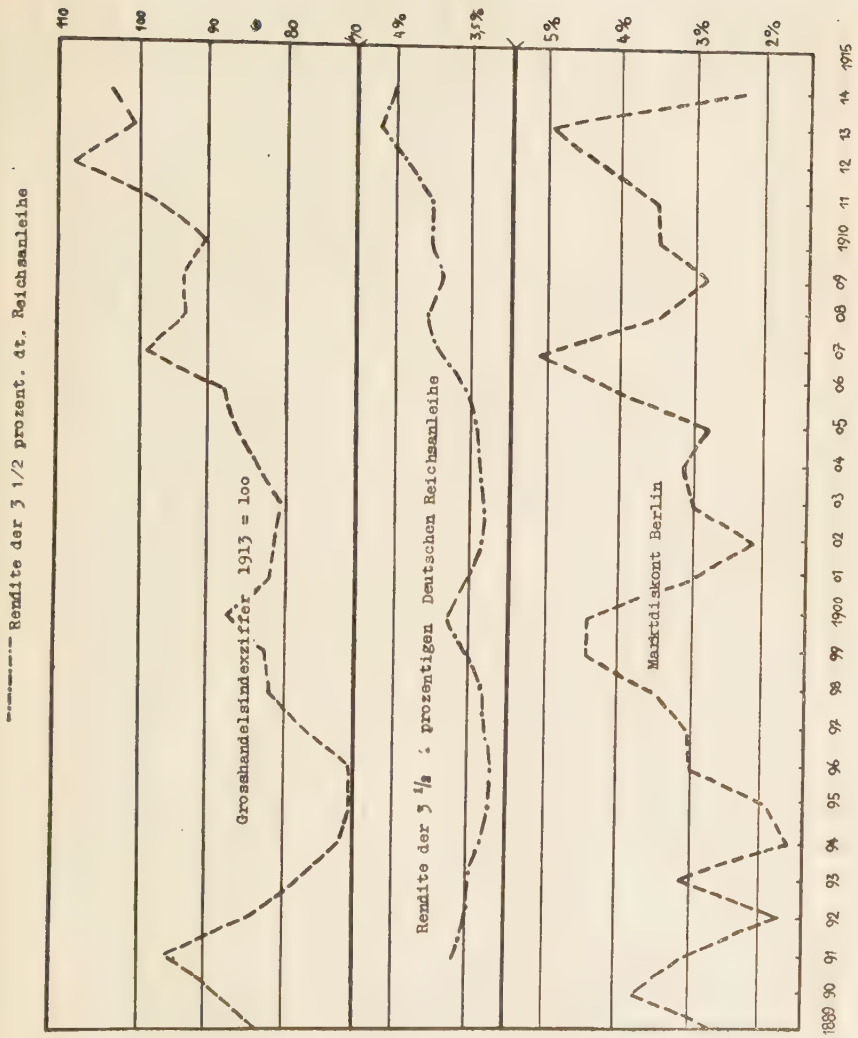
Wieder bewegte sich der Zins in engem Zusammenhang mit dem allgemeinen Preisniveau, welches von 1845 bis 1873 steigende, von 1874 bis 1896 sinkende Tendenz zeigte.

Mit dem Jahre 1896 setzt wieder eine Zinssteigerung ein, welche bis zum Weltkriege fortdauert und durch Kurve 1 veranschaulicht wird. Von 3,35% steigt die Rente der 3½%igen deutschen Reichsanleihe auf 4,08% im Jahre 1913 bezw. 4,04% im Durchschnitt des ersten Halbjahres 1914, ohne den tiefen Stand des Jahres 1896 in der Zwischenzeit irgendwann wieder zu erreichen. Kleinere Erhöhungen und Senkungen sind im wesentlichen auf Konjunktureinflüsse zurückzuführen.

Im Ausland war das Bild von dem deutschen wenig verschieden. Die Realverzinsung der dreiprozentigen französischen ewigen Rente fiel noch von 2,94% 1896 auf 2,90% 1897, um dann bis auf 3,45% im Jahre 1913 und 3,50% im Jahre 1914 zu steigen. Die Rendite der 2½%igen englischen Konsols (bis 1903: 2¾%ig) fiel noch von 2,48% 1896 auf 2,45% 1897 und stieg dann bis auf 3,40% 1913 bezw. 3,34% im ersten Halbjahr 1914.[61]) Von den vielen technischen Fortschritten, welche in dieser Zeit gemacht wurden, ragt vor allen anderen die Entwicklung der Elektrizitätswirtschaft hervor. Es ist nicht gut vorstellbar, daß die Kapitalbeanspruchung für den Ausbau der Straßenbahnen, Licht- und Fernsprechanlagen und andere Dinge ohne Einfluß auf die Höhe des Zinses bleiben konnten. Die Neukapitalbildung ist vollkommen in Anspruch genommen worden.

[61]) Die Zahlen sind entnommen aus Conrads Jahrbüchern „Voolkswirtschaftliche Chronik".

Schaubild **1.**


Rendite der 3 1/2 prozent. dt. Reichsanleihe
Grosshandelsindexziffer 1913 = 100
Rendite der 3 ½ : prozentigen Deutschen Reichsanleihe
Marktdiskont Berlin
110
100
90
80
70
6%
5%
4%
3%
2%
1889 90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 1900 01 02 03 04 05 06 07 08 09 1910 11 12 13 14 1915

Mit Herrmann [62]) möchten wir dafür halten, daß die Preissteigerung in dieser Periode mehr auf die Entwicklung der bargeldlosen Zahlungsmethode und die dadurch ermöglichte Kreditausweitung zurückzuführen ist als auf die vergrößerte Goldproduktion, zumal das Neugold im wesentlichen durch Rußland, Indien und Argentinien zu Währungszwecken absorbiert wurde. Betrug doch das Reserveverhältnis Kasse gegen Verbindlichkeiten bei den deutschen Banken 1893 noch 16,2%, 1913 dagegen nur 7,5% (Ende 1911 nur 7,2%), wodurch also die Geldschöpfungstätigkeit der Banken (Primärbanken im Sinne Hahns) mehr als verdoppelt war.

Mag man die Goldvermehrung in Beziehung setzen zum Geldvorrat zu Beginn der betreffenden Periode (Laughlin) [63]) oder zum gesamten Welteinkommen (Wieser), [63]) sie scheint allein die Preisänderung schwerlich erklären zu können. Mildschuh glaubt nun, auch für die Preissteigerung der Periode 1896–1914 die Ursache in kriegerischen Ereignissen und die dadurch notwendig gewordene Begebung von Anleihen und darauf folgende Begebung weiterer Anleihen zwecks Zinszahlung zu finden. Er zählt folgende Konflikte auf: China—Japan 1895, Italien—Erythräa 1896, Türkei—Griechenland 1897, Spanien—Vereinigte Staaten 1898, England—Transvaal 1899, Europa—China 1900, Rußland—Japan 1904, Marokkanische Affaire 1905, Italien—Türkei 1911, Balkanstaaten—Türkei und Balkanstaaten untereinander 1912 und 1913. [64])

In Wirklichkeit dürften die verschiedenen Momente zusammengewirkt haben, ohne daß sich genau feststellen ließe, wie groß der Anteil auf jedes einzelne sich stellt.

Die Kurve läßt wohl kaum einen Zweifel zu, daß der trend sowohl der Rendite der 3½%igen Reichsanleihe wie des Privatdiskont in Deutschland ein steigender war. In USA lagen nach Mitchell [65]) die Verhältnisse anders. Auf Grund einer neuen Untersuchung kommt Mitchell zu dem Ergebnis, daß während des abwärts gerichteten Preistrends von 1876–1896 in der achtziger Dekade

---

[62]) Herrmann, Kurt A.: Zum Goldproblem, Bankarchiv, XXVI. Jahrg. Nr. 7. 1927, S. 168.

[63]) Vergl. Mildschuh, a. a. O., Bd. 52, S. 114.

[64]) Ebenda, S. 115.

[65]) mitgeteilt auf dem Annual Meeting of the American Economist Association St. Louis, Missouri, Dezember 1926, American Economist Review, Vol. XVII. Suppl., S. 118 ff.

die Rate für ländliche Hypotheken im Norden der Union mit dem Preisen fiel, im Süden dagegen stieg. Andererseits waren 1890 in USA als Ganzes die Zensusziffern der Zinsraten für Hypotheken um 16% höher als 1920, als die Preise viel höher standen als 1890. Nur in einem Staat, Connecticut, war eine Steigerung der Zinsraten für Hypotheken eingetreten, in wenig Staaten waren sie gleich geblieben, in den meisten dagegen gefallen, teils sogar bis zu 35%.

Unter Zugrundelegung der jährlichen Medianwerte der Handelswechselraten [66]) zeigt die Trendlinie von 1875—1893 eine Richtung aufwärts anstatt abwärts, von 1875—1896 nur ganz schwach aufwärts. Die Aufwärtsrichtung des Trends in der Periode der Preissteigerung von 1896—1926 war so gering, daß es 250 Jahre dauern würde, bis daß eine 1%ige Steigerung sich ergeben würde. Unter Außerachtlassung des Exzesses von 1920 ergibt sich sogar eine kleine Senkung. In der Periode von 1903 bis 1916 ist die Richtung entschieden abwärts.

Der Satz für tägliches Geld zeigt in der Periode der Preissteigerung von 1896—1917 eine ebene Grundrichtung.

Angesichts dieses Ergebnisses kommt Mitchell zu dem Schluß, daß andere Kräfte als die säkularen Preissenkungen und Preissteigerungen die Zinssätze beeinflußt haben müssen, daß über lange Perioden eine indifferente Beziehung zwischen Preisniveau und Zinsfuß besteht, wenigstens in USA.

Wir sind zu einer Folgerung berechtigt. Es erscheint nicht länger mehr die Meinung vertretbar, daß die säkularen Preisschwankungen durch Hebung und Senkung des Diskonts verhindert werden können, wenn es nicht einmal feststeht, ob die säkularen Preis- und Zinsschwankungen in Korrelation miteinander stehen und ob die Zinsentwicklung auf andere Ursachen als die Preise zurückzuführen ist, und wenn es ferner den kriegführenden Staaten nicht möglich ist, den laufenden Bedarf durch Steuern zu decken.[67])

---

[66]) Aus den Medianwerten der wöchentlichen und monatlichen Durchschnitte.

[67]) Die Ausschaltung sekulärer Preisschwankungen wird im allgemeinen für leichter möglich gehalten als die von zyklischen. Vergl. Cassel, Gustav: Theoretische Sozialökonomie, 3. Aufl. S. 440, und folgende Stelle aus „The Economist" vom 20. 1. 1923: Price stability and the trade cycle: „Upon this point (the cyclical fluctuations of Trade and employment) the prevailing opinion of economists and businessmen alike is at present sceptical. . . On the other

Die säkularen Preisschwankungen werden auch von den zyklischen durchwoben, und man weiß nie genau, an welchem Punkte man sich befindet. Hinzu kommt noch die politische Frage, ob eine Stabilisierung des Preisniveaus überhaupt von Vorteil ist. Sind die Produktionskosten in einem Wirtschaftszweige etwa infolge technischer Fortschritte stark gesunken, so sinken auch hier die Preise. Zur Erhaltung desselben Preisniveaus müßten dann die übrigen Preise oder wenigstens einige davon hinaufgetrieben werden. Umgekehrt, wenn die Herstellung einiger Produkte aus natürlichen Gründen sich verteuerte und deren Preise steigen: dann müßten andere um soviel gesenkt werden, von Kartellpreisen ganz zu schweigen.

§ 7. Die zyklische Entwicklung von 1908 bis 1914.

1. Der Zinsfuß für kurzfristigen Kredit.

Um die Zinsfußbewegung in der letzten Vorkriegszeit zu erkennen, genügt die Betrachtung weniger Kapitalanlagearten, welche für die damalige Zeit als typisch für die gesamte Entwicklung gelten können, was, wie sich zeigen wird, für die Zeit nach der Währungsstabilisierung nicht zutrifft.

Die Tendenz der Zinsfußsteigerung, welche etwa um 1896 begann, hält auch in der Periode von 1908—1914 im allgemeinen weiter an, und zwar nicht nur in Deutschland, sondern auch in den wichtigsten ausländischen Staaten.

In Deutschland bewegen sich mit einer kleinen Abweichung 1907/08 die Kurven der Sätze für lang- und kurzfristigen Kredit durchaus parallel, und zwar nach einem Rückgang im Jahre 1908 fortwährend steigend bis gegen Ende des Jahres 1913.

Vom Jahre 1914 sind nur die Sätze aus dem ersten Halbjahr berücksichtigt. Da aber in der ersten Jahreshälfte die Zinssätze fast stets niedriger sind (von Anomalien abgesehen) als in der

---

and argued, the thought of price stability, which it lies within the competance of monetary police to secure, is a long period stability, stability merely of the mean level, about which the cyclical movements occur. The nature of this objections may be made claerer by an historical reference. From 1874—1896, wholesale prices fell by about 40 per cent. From 1896—1914, they rose by about 30 per cent. Both these broad movements were largely due to monetary causes, and could have been counteracted by an appropriate monetary policy."

zweiten, so ist die Entwicklung im Jahre 1914 mit einiger Vorsicht zu betrachten. Es kann wohl nicht mit völliger Bestimmtheit gesagt werden, daß für den Fall des Ausbleibens des Krieges der Höhepunkt im Jahre 1913 erreicht wäre, wenngleich starke Momente dafür sprechen. Im einzelnen zeigt sich folgende Gestaltung:

Der Marktdiskont steigt in Jahresdurchschnitten von seiner höchsten Höhe des Jahres 1907, welche von der Reichsgründung bis zum Weltkriege nicht erreicht wurde, nämlich 5,11% im Jahre 1908 herab und erreicht mit 2,87% Jahresdurchschnitt den für unsere Periode tiefsten Stand, erhebt sich dann fortwährend bis auf 4,98% im Jahre 1913, um dann allerdings auf 2,84% im Durchschnitt der ersten sieben Monate 1914 zu fallen.

Tabelle 1.

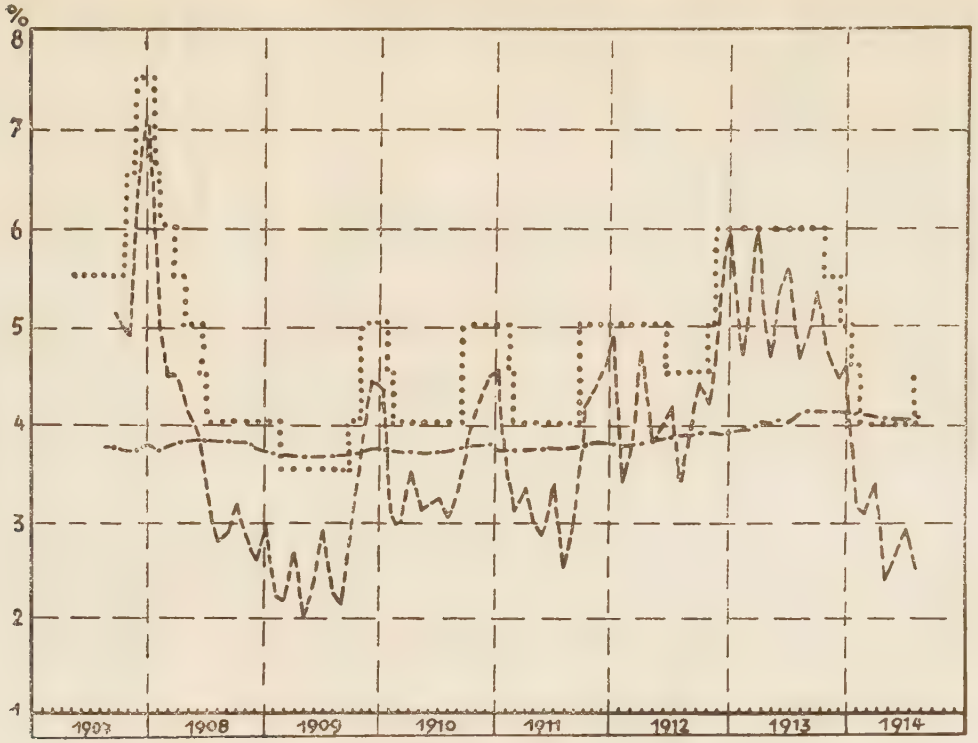
Monats- und Jahresdurchschnitte des Privatdiskonts an der Berliner Börse.[68])

	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914
Januar	4 89	4,98	2,24	3,09	3,50	3 33	4,68	3,11
Februar	4,66	4 48	2 17	2,94	3 07	3,79	5,15	3 06
März	5,40	4 49	2 66	3,52	3 34	4,72	5,90	3 37
April	4,69	4,11	1,98	3 14	2 96	3,75	4,56	2,38
Mai	4,44	3,91	2,32	3,19	2,84	3,91	5,31	2,60
Juni	4,67	3 33	2,91	3 23	3,38	4 14	5,53	2,86
Juli	4,45	2 76	2,28	3,03	2,46	3,36	4,65	2,48
August	4,61	2,82	2,13	3,33	3,03	3 93	4,88	.
September	5,07	3,14	3,06	3,85	4,16	4,38	5,35	.
Oktober	4 90	2,79	3 83	4 15	4,32	4,19	4,71	.
November	6,61	2,54	4,47	4,50	4,51	5,23	4,45	.
Dezember	7,03	1,92	4,34	4,53	4 86	5,94	4,57	.
Jahresdurchschnitt	5,12	3,52	2,87	3 54	3,54	4,22	4,98	2,84

[68]) Aus dem Statistischen Jahrbuch für das Deutsche Reich; Durchschnitte aus kurzer und langer Sicht (d. h. Wechsel mit einer Laufzeit von 30—55 bezw. 56—90 Tagen).

Auch die Monatsdurchschnitte ergeben im ganzen ein durchaus ähnliches Bild. Vom höchsten und für die Vorkriegszeit als außerordentlich hoch angesehenen Stand von 7,03% im Dezember 1907 sinkt der Marktzins in steilem Abstieg bis auf 1,98% im April des Jahres 1909, den tiefsten Punkt unserer Periode. Mit einigen Rückschlägen, namentlich im Jahre 1911, wo mit 2,46% im Monat Juli ein neuer Tiefstand erreicht wird, (auch absolut ist der Satz nicht unter 2¼% gesunken), macht sich eine fortwährende Steigerung geltend, bis die Kurve im Dezember 1912 mit 5,94% auf einem neuen Höchstpunkt anlangt. Eine absteigende Kurve setzt sich erst seit Ende 1913 durch und besonders in den ersten Monaten 1914.

Schaubild **2.**


%
8
7
6
5
4
3
2
1
1907
1908
1909
1910
1911
1912
1913
1914
Bankdiskont
Marktdiskont
Rendite der 3 1/2 prozent. dt. Reichsanleihe

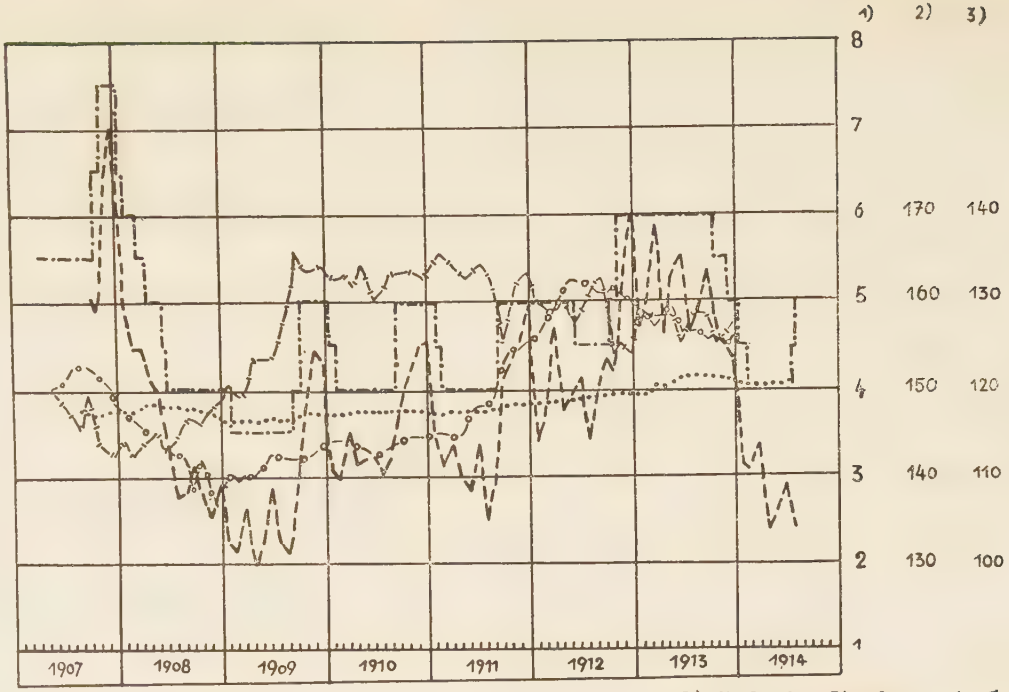

1) 2) 3)
8
7
6 170 140
5 160 130
4 150 120
3 140 110
2 130 100
1
1907
1908
1909
1910
1911
1912
1913
1914
Bankdiskont
Marktdiskont
Rendite der 3 1/2 prozentigen Dt. Reichsanleihe
Aktienkurse
Warengrosshandelspreise
1) Skala des Zinsfusses in %
2) " Aktienkurse
3) " Warenpreise 29 Artikel 1879-1889 = 100

Schaubild **3.**

Wenngleich die steigende Grundrichtung von 1909 bis etwa Mitte 1913 bei unserer Kurve (Schaubild 2) nicht zu verkennen ist, so wird doch infolge der regelmäßig wiederkehrenden Schwankungen, welche mit den Zahlungsgewohnheiten (Quartals-, Jahresultimo) und den Jahreszeiten (Herbst- und Weihnachtsbedarf etc.) zusammenhängen, die Klarheit des Bildes getrübt. Eine Ausschaltung der Saisoneinflüsse erst läßt die große Linie zum Vorschein kommen, wie es sich in der auf Grund der Hennig'schen Berechnungen [69]) angefertigten graphischen Darstellung, Schaubild 4, zeigt. Bemerkenswert ist dabei, daß der Tiefpunkt nicht in den April 1909, sondern schon in den November 1908 fällt, andererseits der Höchststand der Zinskurve sich von Dezember 1912, in welchem Monat die Weihnachts- und Jahresultimoansprüche sich geltend machen, zum Februar 1913 verschiebt — ein Zeichen nebenbei, daß mit dem Jahre 1908 die tiefste Depression und mit dem Jahre 1912 die Hochkonjunktur zu Ende geht. Auch ist der Gipfel der Kurve 1907 stark herabgedrückt und vom Gipfel des Jahres 1913 überragt. Nach dem überaus steilen Abfall der Zinskurve im Jahre 1908 beginnt sie gegen Ende des Jahres wieder ihre Aufwärtsrichtung, welche am schärfsten Ende 1909 und 1911, Anfang 1912 und wieder Ende 1912 und Anfang 1913 vor sich geht, worauf im letzten Quartal 1913 wieder eine starke Abwärtsbewegung erfolgt.

Tabelle 2.

Der Berliner Privatdiskont nach Ausschaltung der Saisonschwankungen. [70])

	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Januar	5,27	5,35	2,41	3,32	3,76	3,58	5,03
Februar	5,44	5,21	2,52	3,42	3,57	4,41	5,99
März	5,24	4,36	2,58	3,42	3,24	4,58	5,73
April	5,28	4,67	2,55	3,57	3,36	4,26	5,18
Mai	4,72	4,16	2,47	3,39	3,02	4,16	5,65
Juni	4,71	3,36	2,94	3,36	3,41	4,18	5,59
Juli	5,16	3,21	2,65	3,52	2,86	3,91	5,41
August	5,13	3,13	2,37	3,70	3,37	4,37	5,42
September	4,84	2,99	2,91	3,67	3,96	4,17	5,10
Oktober	4,46	2,54	3,48	3,77	3,93	3,81	4,28
November	5,55	2,13	3,76	3,78	3,79	4,39	3,74
Dezember	5,57	2,30	3,42	3,57	3,83	4,68	3,60

[69]) Hennig, Hermann: Die Ausschaltung von saisonmäßigen und säkularen Schwankungen aus Wirtschaftskurven, Vierteljahr- und säkularen Schwankungen aus Wirtschaftskurven, Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Ergänzungsheft 1, Berlin 1926.

[70]) Hennig, a. a. O.

2. Der Reichsbankdiskont.

Reichsbankdiskont und Privatdiskont verlaufen in ihren Kurven im großen und ganzen parallel, was nach unserer theoretischen Erörterung auch nicht anders sein kann, wenngleich die Feinfühligkeit des Privatdiskonts dem Rechsbankdiskont dank seiner autoritativen Festsetzung abgeht und auch andere Bestimmungsgründe für ihn maßgebend sind, so daß das Spannungsverhältnis zwischen beiden keineswegs gleichmäßig ist. Im Jahresdurchschnitt war das Spannungsverhältnis am größten — von 1914 abgesehen — im Jahre der Depression 1908 (1,24%) und am kleinsten (0,72%) im Jahre der Hochkunjunktur 1912. Die Betrachtung der monatlichen Differenzen zwischen Bank- und Marktdiskont zeigt, daß mit überaus großer Regelmäßigkeit die Spannung jeweils in dem auf den Quartals- und Jahresultimo folgenden Monat sich vergrößert, um dann wieder kleiner zu werden, namentlich in den Monaten, mit denen jeweils das Quartal bezw. das Jahr abschließt. Es wurde bereits gesagt, warum der Bankdiskont dem Marktdiskont nicht mit gleicher Geschmeidigkeit zu folgen vermag. Je größer und anhaltender die Spannungen werden (wie 1908/09, teils auch in den folgenden Jahren), desto mehr hat die Reichsbank die Fühlung mit dem Markte verloren.

Schaubild 4.

Marktdiskont nach Ausschaltung der Saisonschwankungen.

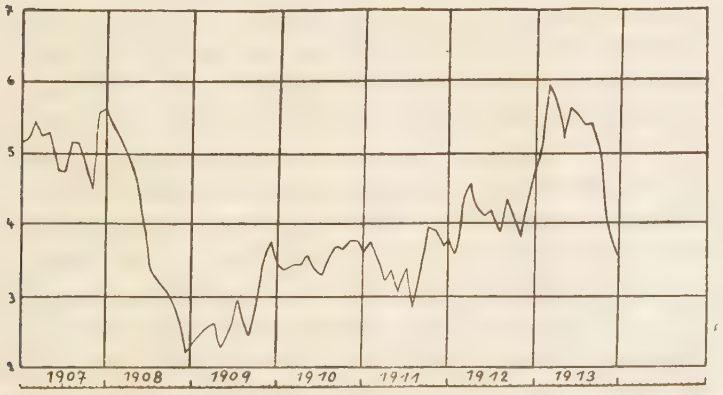


Tabelle 3.

Durchschnittsdifferenz zwischen Bank- und Privatdiskont.

	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914
Januar	1,78	1.76	1,76	1,73	1.50	1,67	1,32	1,73
Februar	1,34	1,52	1,60	1,24	1,32	1,21	0,85	1 01
März	0,60	1,11	0,84	0,48	0,66	0,28	0,10	0,63
April	1,18	1,31	1,52	0,86	1,04	1,25	1,44	1,62
Mai	1,06	1,09	1,18	0,81	1,16	1,09	0,69	1,40
Juni	0,83	1,02	0,59	0,77	0,62	0,53	0,47	1,14
Juli	1,05	1,24	1,22	0,97	1,54	1,14	1,35	1,55
August	0,89	1,18	1,37	0,67	0,97	0,57	1,12	—
September	0,43	0,86	0,62	0,32	0,24	0,12	0,65	—
Oktober	0,67	1,21	0,85	0,85	0,68	0,44	1,21	—
November	0,66	1,46	0,53	0,50	0,49	0,34	1,05	—
Dezember	0,47	1,08	0,66	0,47	0,14	0.06	0,61	—
Jahresdurchschnitt	0,91	1,24	1,06	0,81	0,86	0,72	0,90	1,30

3. Wertpapier- und Hypothekenzins.

Der Landeszinsfuß, den wir oben den typischen Zins genannt haben, kommt, wie bereits bemerkt, nicht nur für eine einzige Kapitalanlageart in Frage, sondern läßt sich annäherungsweise aus dem Ertrage verschiedener als sicher geltender Anlagen errechnen. Natürlich wird die Bestimmung des Landeszinsfußes nie genauer möglich sein, als mit einer gewissen Spannung zwischen Hoch- und Tiefpunkten.

Vor dem Kriege galt das Reich als der sicherste Schuldner, welchem man auch den billigsten Zins zugestehen müsse, und von seinen Anleihen die 3½%ige als diejenige, welche den Landeszinsfuß am besten wiederspiegele, da die 3%ige, weil in London notiert, in stärkerem Maße Auslandseinflüssen ausgesetzt war.

Im ganzen setzt die Kurve der Rendite der 3½%igen deutschen Reichsanleihe nach einem kleinen Rückschlag von 1908 auf 1909 ihre schon 1896 begonnene Aufwärtsrichtung weiter fort, um im Jahre 1913 den höchsten Jahresdurchschnitt von 4,08% zu erreichen (vergl. Schaubild 4). Mit Ausnahme von 1908, in welchem die Rendite im ganzen noch steigt (der Kurs der Anleihe sank noch bis Mai, ging aber dann bis gegen Februar/April 1909 wieder aufwärts), ist die Bewegung der des Marktdiskontes mit zeitlichem Abstand gleichgerichtet. Doch sind die Ausschläge nach oben und unten aus bekannten Gründen weit geringer. Man kann nicht sagen, daß die zeitlichen Fluktuationen der kurz- und langfristigen Kredite in der Zinsrate einen beachtlichen Grad von Unabhängig-

keit manifestieren, wie Fetter meint. Die Märkte sind eng miteinander verknüpft. Saisoneinflüsse zeigen sich fast ebenso deutlich bei der Rendite der Reichsanleihe wie beim Marktdiskont. Z. B. findet sich — neben anderem — mit großer Regelmäßigkeit eine Senkung der Rendite im Februar, oder anders ausgedrückt eine Kurssteigerung des Papiers. Allerdings folgt die Rendite in der Bewegung oft um einen Monat und mehr derjenigen des Diskonts, geht ihr gelegentlich auch voran, wie im ersten Halbjahr 1911 und fast im ganzen Jahre 1912, wo, wie weiter unten ausgeführt, die Bewegung des Marktdiskontes auf besondere Gründe zurückzuführen ist. Am Ende der Hochkonjunktur 1907/08 bezw. zu Beginn der Depression behält die Rendite noch vier Monate lang nach Absinken des Marktdiskontes die steigende Tendenz bei, im Jahre 1913 noch 7 Monate (bis August), bezw. die Kurse fallen noch weiter.

Tabelle 4.

Durchschnittskurse und Durchschnittsrendite der 3½%igen Deutschen Reichsanleihe.

Kurse.

	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914
Januar	98,11	93,63	95,04	94,27	94,30	91,57	88,66	86,04
Februar	97,72	92,84	96,39	94,14	94,50	91,06	88,33	87,34
März	96,51	92,05	95,84	93,62	94,30	90,54	86,63	86,33
April	95,91	91 39	96,26	93,37	93,96	95,67	86,91	86,97
Mai	94,67	91,39	95,91	93,06	93,90	90,30	86,43	86,82
Juni	93,62	91,82	95,24	93,00	93,75	90,00	84,97	86,56
Juli	93,51	91,82	95,49	93,22	93 80	90 01	84,46	86,25
August	92,37	92,04	95,49	93,04	93,36	89,74	84,27	.
September	93,56	92,24	94,77	92,39	92,47	88,98	84,28	—
Oktober	94,12	92,66	93,71	72,43	91 90	88,52	84,71	.
November	93,21	94,41	93,50	92,41	91,86	88,41	85,07	.
Dezember	92,56	94,52	94,11	93,11	91,76	87,76	85,26	.
Jahresdurchschnitt	94,66	92,56	95,15	93,17	93,32	89,80	85,82	86,62

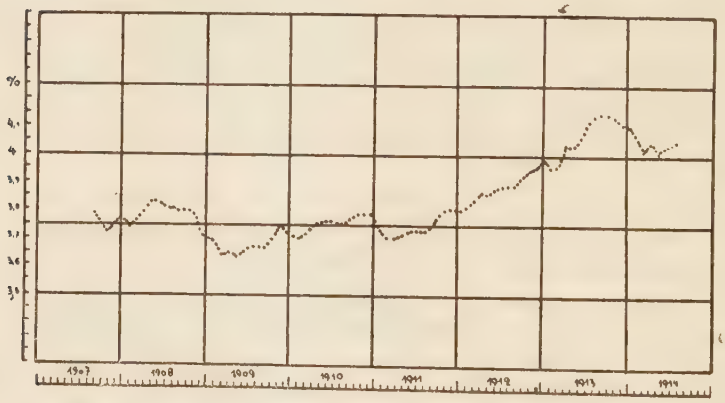
Rendite.

	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914
Januar	3,57	3,75	3,68	3'71	3,71	3,82	3.95	4,07
Februar	3,60	3,77	3'63	3,72	3,70	3,84	3,96	4,01
März	3,63	3 80	3,65	3.74	3,71	3,87	4,04	4,05
April	3,75	3,83	3,64	3,75	3,72	3,86	4,03	4,02
Mai	3,70	3,83	3,65	3,76	3,73	3 88	4,05	4,03
Juni	3,74	3,81	3,67	3,76	3,73	3,89	4,12	4,04
Juli	3,74	3 81	3,67	3,75	3,73	3,89	4,14	4,06
August	3,79	3,80	3,67	3,76	3,75	3,90	4.15	.
September	3,74	3,80	3,69	3 79	3,78	3,93	4,15	.
Oktober	3,72	3,78	3,73	3,79	3,81	3,95	3,13	.
November	3,75	3,71	3,74	3 79	3,81	3,96	4,11	.
Dezember	3,78	3,70	3,72	3 76	3 81	3,99	4,11	.
Jahresdurchschnitt	3,70	3,78	3,68	3,76	3,95	3,90	4,08	4,04

Freilich haben wir damit erst die Gestaltung des Zinsfußes einer einzigen Kapitalanlageart geschildert. Doch die Zinsfußdifferenz bei den verschiedenen Wertpapieren (Staats-, Kommunalanleihen, Industrieobligationen, Pfandbriefe usw.) ist infolge ihrer Arteigenheit im großen und ganzen eine konstante Größe und daher ohne weiteres Interesse. Doch sei noch einiges über den Hypothekenzins gesagt.

Schaubild **5.**

Rendite der 3½ %igen Dt. Reichsanleihe



So reichliches Material Julius Kahn [71]) über die Hypothekenkosten in den verschiedensten Teilen Deutschlands für die Zeit von 1815 bis 1884 zusammengetragen hat — unter anderen Verhältnissen allerdings —, so wenig läßt sich heute darüber berichten. Die Befragung der Grundbuchämter ist nicht angängig, private Berichte sind dürftig. Sodann ist bei der Hypothek eine Strukturwandlung festzustellen. Mit fortschreitender Bankorganisation ist die Privathypothek immer seltener geworden und der organisierte Kredit an ihre Stelle getreten. Dadurch werden die vom Hypothekennehmer aufzubringenden Zinsen immer stärker von der allgemeinen Lage am Geld- und Kapitalmarkt bestimmt, d. h. der Zinssatz für neu zu gewährende bezw. aufzunehmende Hypotheken ändert sich im Laufe des Jahres fortwährend und die früher oft Jahre lang gleiche Höhe ist im Verschwinden begriffen. Immerhin gab es in der Vorkriegszeit noch beachtliche Summen Privathypo-

[71]) Kahn, Julius, Die Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1815, München, 1884.

theken, deren Preise vielfach nicht genau festzustellen sind, die aber aus der Logik der Tatsachen heraus sich dem Wertpapierzins oder speziell der Rendite der Pfandbriefe nähern mußten, und das umso mehr, als die Sätze der angesehensten Finanzinstitute einen allgemein stärker richtunggebenden Charakter bekamen. Ueberdies wäre es ja auch möglich, anstelle einer Privathypothek eine Obligation zu erwerben. Nach Angaben des Reichsfinanzministeriums [72]) betrug der Gesamtbestand der Hypotheken in Deutschland Ende 1913 rund 65 Milliarden Mark. Davon entfielen auf Hypothekenbanken 11,4, auf Sparkassen 13, auf Invalidenversicherungsanstalten 0,6, auf Landschaften und Stadtgemeinden 7 Milliarden Mark, alles andere waren freie Hypotheken. Der organisierte Kredit betrug also nicht ganz 50%. Man muß aber dabei zwischen Stadt und Land unterscheiden. Der organisierte Kredit war damals bereits in der Stadt viel weiter vorgedrungen, betrug er doch auf dem Lande im Reichsdurchschnitt nur 39% (in einzelnen Provinzen mehr, in anderen weniger, z. B. in Westfalen rund $^2/_3$, in Schleswig-Holstein $^1/_4$), während alles andere Privatkredit war, vielfach Hypotheken von Verwandten aus Erbansprüchen und von nahestehenden anderen Personen. Die landwirtschaftlichen Hypotheken im ganzen betrugen etwa 15 Milliarden Mark. [73])

Was an Zinsen für private Hypotheken anzulegen bezw. zu erzielen war, darüber können wir nur wenige exakte Angaben machen. Nach den „Jahresberichten des Vereins Berliner Grundstücks- und Hypothekenmakler" betrugen die Sätze in Berlin auf dem Privatmarkte für

	feinste Hypotheken	sichere zweite Hypotheken
	%	%
1907	4—4 1/8—4 1/4	
1908	4 1/4—4 1/8	
1909	4 1/8—4 1/4—4	5—5 1/2—6
1910	4—4 1/8—4 3/8	5
1911	4—4 1/8—4 1/4	5—5 1/2—6
1912	4—4 3/4	6
1913	4 1/8—4 1/4—4 1/2	6—7 1/2

[72]) mitgeteilt von Hans Fürstenberg: Ein Land ohne Betriebsmittel, Berlin 1925, S. 38.

[73]) vergl. „Die Krisis in der Landwirtschaft und Mittel zu ihrer Behebung", Bericht der 5. Hauptversammlung der Preußischen Hauptlandwirtschaftskammer am 15. u. 16. Februar 1924 in Berlin. Berlin, 1924, Rede v. Dr. Altrock.

Die zweiten Hypotheken waren vielfach Baugelder und Terrainhypotheken.

Man ist versucht, diese Sätze als typisch anzusehen. Doch kann man auch hören, daß im privaten Verkehr oft auch billigere Sätze, 4, 3¾, ja 3½% Jahre lang üblich waren.

Im übrigen ist der Hypothekenzinsfuß großenteils mit dem Pfandbrief- und damit dem Wertpapierzinsfuß eng verbunden, bei Landschaften sowohl wie bei Hypothekenbanken. Bei Sparkassen allerdings war die Hypothek oft etwas billiger zu haben.

Allerdings ist auch bei den Hypothekenbanken die Festsetzung des Nominalzinses wenig veränderlich. Das trifft aber nicht in gleichem Maße für die Nebenbedingungen zu, wodurch alsdann eine stetige Veränderung im Realzins möglich ist.

Wenige Zahlen mögen uns ein Bild geben über die Kosten der auf Grund emittierter Pfandbriefe gewährten Hypotheken.

Es betrugen bei der Deutschen Hypothekenbank (Meiningen) in jährlichen Durchschnittszahlen [74])

	der Kurs der 4 %igen Pfandbriefe in %	Der Realzins, errechnet aus Nominalzins und Auszahlungskurs, ohne Berücksichtigung von Tilgungsraten und Tilgungsdauer in %
1908	.	zirka 4,31
1909	101,0	4,51
1910	100,6	4,44
1911	100,2	4,60
1912	99,4	4,62
1913	96,7	4,77
1914	95,6	4,77

Die Bayerische Hypotheken- und Wechselbank München gewährte noch bis zum Jahre 1909 Hypothekendarlehen zu 4% Nominalzins, aber schon vom Jahre 1907 ab auch zu 4½% und von 1909/10 an bis 1914 nur noch zu 4½%. [75]) Der Realzins hat sich in ähnlicher Weise wie bei der Deutschen Hypothekenbank bewegt.

Auch im Jahre 1913 blieb die Bank bei diesem Zins von 4½%, wie auch beim 4%igen Pfandbrieftyp, obwohl andere Hypothekenbanken in diesem Jahre teilweise zum 4½%igen Pfandbrieftyp übergingen. Der Umlauf an 4%igen Pfandbriefen von 38 Hypothekenbanken, der bis 1910 einschließlich andauernd zurückging, erhöhte sich 1911 um 638 000 Mark, 1912 um 17 300 000, 1913 um 26 245 000 und 1914 um 15 314 000 Mark. [76]) Dagegen mußten bei der Baye-

[74]) Nach privater Mitteilung von Seiten der Bank.
[75]) Ebenfalls nach Mitteilung von Seiten der Bank.
[76]) Der Deutsche Oekonomist, 1913—1915.

rischen Hypotheken- und Wechselbank die Hypothekennehmer eine „kräftige" Abschlußprovision zahlen.[77]) Notierten doch die 4%igen Pfandbriefe 1913 im Januar noch 99%, gegen Ende des Jahres dagegen nur noch 96—97%. 1914 gestaltete sich sowohl der Absatz der Pfandbriefe wie ihr Kurs günstiger.

Die Rendite der Pfandbriefe erster Hypothekenbanken bewegte sich im allgemeinen nur wenige Punkte über der der 3½%igen Deutschen Reichsanleihe und mit dieser — eben als Wertpapierzinsfuß — durchaus parallel.

Daß die Hypothekennettokosten höher liegen müssen als die Rendite der Pfandbriefe, ist ohne weiteres klar, da die Beschaffung der Gelder der Bank Unkosten verursacht, welche von den Hypothekennehmern natürlich zu tragen sind.

Für die Entwicklung ist noch folgendes charakteristisch: Während die Preußische Centralbodenkredit A.-G. noch 1911 4%ige Pfandbriefe zu 100,20 % und 100,10 % (Januar und Mai) im Wege der Subskription unterbringen konnte, gelang ihr dies 1912 nur noch zu 99,70 und zu 98,70% (Januar und Juli).[78]) Für 1913, in welchem Jahre sie nur eine Subskription im Februar veranstalten konnte, gibt sie den erzielten Kurs schon nicht mehr an. Der Kurs war weiter gefallen, und zwar die Pfandbriefe von 1910 in der Zeit von 1912 auf 1913 um 3,40% im Jahresdurchschnitt, d. h. der Zins war gestiegen. Als Nominalzins rechnete die genannte Bank 4½%.

Auf eins mag noch hingewiesen werden. Dank der raschen Aufeinanderfolge der Emissionen und dank der im Verhältnis zu anderen Wertpapieren verhältnismäßig kurzen Kündbarkeit der Pfandbriefe ist bei ihnen am raschesten eine Anpassung an die Marktlage möglich und nötig. Sie sind daher hinsichtlich Kursgestaltung sowohl wie hinsichtlich Nominalzins die eigentlich führenden Papiere auf dem gesamten Wertpapiermarkt.

4. Kurze Begründung dieser Entwicklung.

Im Jahre 1907 herrschte die Hochkonjunktur noch die längste Zeit des Jahres. Der Beschäftigungsgrad war günstig, der Auftragsvorrat groß, die Nachfrage nach Arbeitskräften stärker als das Angebot. Die Gewinne hatten ebenfalls eine weitere Steige-

[77]) Jahresbericht 1913.
[78]) Vergl. Jahresberichte 1911 bis 1914.

rung erfahren. Es ergab sich eine weitere Anspannung des Geld- und Kapitalmarktes, welcher weiteren Ansprüchen fortwährend weniger gewachsen sein mußte. Zinserhöhungen konnten nicht ausbleiben — die Bremse am Wagen der Konjunktur begann in Tätigkeit zu treten. Nachdem sich bereits einige Spannungserscheinungen bemerkbar machten, war es mit Eintreten der Bankenkrise in USA im Oktober 1907 mit der Konjunktur endgültig vorbei. Die an sich schon gespannte Lage Europas wurde durch den amerikanischen Einfluß wesentlich verschärft. Die erste Folge war eine Deroute auf dem Geldmarkt. „Denn jetzt präsentierte Amerika dem unvorbereiteten Europa seine Forderung für Getreide- und Kupfer-, für Baumwoll- und Fabrikatlieferungen und verlangte deren Bezahlung in Gold, während es gleichzeitig selbst unbekümmert um den Preis alles Gold aufkaufte, das es erlangen konnte und noch dazu Pakete von Effekten und Wechseln neu herüberwarf, um deren Erlös ebenfalls in Gold einzukassieren. Ein wilder Kampf um das gelbe Metall war die Folge.“ [79]) Namentlich England und Deutschland wurden schwer getroffen. Es erfolgten Diskonterhöhungen, in England bis auf 7%, in Deutschland im November 1907 sogar auf 7½%. Trotzdem reichte dieser Satz nicht aus zur Paralysierung der amerikanischen Goldabzüge. Festverzinsliche Papiere waren schon dauernd im Kurse gesunken. Man hatte sich bei Neuemissionen schon zu 4% bequemen müssen, einige Industriegesellschaften sogar zu 5%.

Damit war der Uebergang zur Depression gekennzeichnet, welche das ganze Jahr 1908 anhielt und einen internationalen Charakter hatte. Eine Entlastung durch das Ausland kam für Deutschland wenig in Frage. Infolge der Preisrückgänge — wenn auch wenig in den Lebenshaltungskosten — und der Ertragsrückgänge wurde die Beschäftigung der Industrie geringer und damit auch die Kapitalbeanspruchung. Allerdings war der erste Durchhaltebedarf und die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes zur Abstoßung kurzfristiger Bankschulden durch die Industrie noch ziemlich groß. Auch waren die sich jetzt hervorwagenden Begehrnisse von Reich, Ländern und Kommunen nicht danach angetan, den Kapitalmarkt wesentlich zur Ruhe kommen zu lassen. Wurden

---

[79]) Feiler, Arthur: Die Konjunkturperiode 1907—1913 in Deutschland, Jena 1914.

doch nach der Statistik der Frankfurter Zeitung im ersten Halbjahr 1908 rund 1½ Milliarden Mark öffentlicher Anleihen herausgebracht. Doch hat die Reichsbank im ersten Halbjahr 1908 ihren Diskont 6 mal ermäßigen können und zwar bis auf 4% herab. Die Bank von England konnte dagegen bis auf 2½% heruntergehen. Der deutsche Privatdiskont behielt — wesentlich infolge internationaler Einflüsse — im zweiten Halbjahr die sinkende Tendenz bei und näherte sich dem englischen und französischen, bis er im April 1909 den in unserer Periode tiefsten Monatsdurchschnitt von 1,98% erreichte. Ja, er stand zeitweise sogar niedriger bezw. sank schneller als der englische und französische. Aus Valutarücksichten konnte die Reichsbank ihren Satz vor Februar 1909 nicht auf 3½% ermäßigen, [80]) sodaß die Spannung zwischen Bank- und Marktsatz bis Herbst 1909 verhältnismäßig groß war.

Schon das zweite Halbjahr 1908 brachte eine optimistischere Auffassung hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Belebung setzte ein und verstärkte sich namentlich im zweiten Halbjahr 1909. Das brachte auch größere Anforderungen an den Kapitalmarkt mit sich. Die enorme Zinssteigerung auf dem Geldmarkte in den letzten 4 Monaten des Jahres 1909 beruhten jedoch mehr auf Auslandseinflüssen. Die hoch im Preise stehenden Baumwoll- und Getreideernten erforderten hohe Summen.

Einen größeren Kapitalbedarf brachte das Jahr des Aufschwungs 1910. Der Bedarf wurde jedoch mehr durch Bankkredite als durch Ausgabe von Aktien befriedigt (vgl. Bankbilanzen). Die Entwicklung in den einzelnen Wirtschaftszweigen war jedoch keineswegs einheitlich. Die Elektrizitätsindustrie florierte sehr, die kleinere Landwirtschaft, die Baumwollindustrie und gewisse kleinere Industrieunternehmen hatten mit Schwierigkeiten zu kämpfen.

Das Zurückbleiben der Kaufkraft verschiedener Bevölkerungskreise hinter der allgemeinen Produktionskapazität und der tatsächlichen Produktion brachte mehrere Industrien dahin, ein Absatzventil nach dem Auslande zu suchen. Auf diese Weise vergrößerte sich der Umfang des Außenhandels, namentlich i. J. 1910. Der auf diesem Wege von verschiedenen Industrien erzielte Erfolg

---

[80]) Mußte die Reichsbank doch in den ersten Monaten des Jahres 1909 fortwährend Gold abgeben. Ebenfalls später im September.

wirkte zurück in der Richtung auf erneute Produktionssteigerung eben in diesen Industrien.

Infolge der stärkeren Ansprüche der Wirtschaft an den Kapitalmarkt mußten die Zinssätze steigen. Je länger die günstige Wirtschaftslage anhielt, desto mehr mußte gleichzeitig die Emission festverzinslicher Werte zurückgehen.

Die wenig einheitliche Entwicklung der Geldsätze beruhte wesentlich auf ausländischen Einflüssen.

Die anläßlich der Marokkokrise im Jahre 1911 erfolgende Zurückziehung von Auslandsguthaben, namentlich von französischen, brachte den deutschen Markt in harte Bedrängnis.

Das tägliche Geld blieb fast das ganze Jahr 1911, auch während der Krisis, sehr flüssig, anscheinend, weil man sich unbedingt liquide zu halten versuchte.

Nach Beendigung der Krisis ging die Hausse im Wirtschaftsleben wieder bald weiter, ebenso die Zinssteigerung, bis gegen Ende 1912. Im ganzen herrschte Kapitalmangel. Daran änderten auch nichts die auf Emissionen gezeichneten Beträge, die zeitweise für kurze Zeit auf dem Geldmarkt Unterkunft suchten und dort die Zinssätze senkten.

In einigen Industrien machten sich jedoch schon Schwierigkeiten bemerkbar. Die Zementindustrie litt an Ueberproduktion, die Kaliindustrie an Ueberkapitalisierung, die Textilindustrie an allgemeinem Absatzmangel, da die Kaufkraft großer Bevölkerungskreise hinter der Preissteigerung zurückblieb.

Der Balkankrieg setzte dann der günstigen Lage ein Ende. Die Reichsbank zögerte mit einer Diskonterhöhung und folgte erst der Bank von England. Sie mußte aber eine starke Inanspruchnahme erleben, Auslandsgelder blieben zurück, Devisenkurssteigerung und Goldexporte waren die Folge.

Aus dem Warenhunger von 1911 und 1912 wurde Anfang 1913 ein drängendes Warenangebot. Das hatte eine verstärkte Ausfuhr zur Folge. Sie erhöhte sich gegen 1912 um volle 1100 Millionen Mark.

Auch 1913 war die Geschäftslage nicht einheitlich. Die Schiffahrt prosperierte infolge der größeren Ausfuhr, die chemische und Elektrizitätsgroßindustrie blieben vom Rückgang fast unberührt.

Die Kapitalbildung war 1911—1913 durch Bankkredite teilweise vorweggenommen. Emissionen dienten vielfach nur zur Ablösung von Bankkrediten. Weiterer Inanspruchnahme mußten die Banken sich versagen.[81]) Damit war auch einer weiteren Preissteigerung ein Ziel gesetzt. Der allgemeine Rückschlag ist zwar nicht so gewesen, daß man von einer schweren Krisis sprechen könnte, doch war er groß genug, daß eine allmähliche Zinserleichterung eintrat.

Ende 1913 und Anfang 1914 hatte sich ähnlich wie 1910 und 1911 ein großes Mißverhältnis zwischen den Sätzen des Kapitalmarktes und denen des offenen Geldmarktes herausgebildet. Es fragt sich, ob die Zufuhr von Auslandsgeld und die Flüssighaltung von Geldern, wofür ein bestimmter Verwendungszweck feststand, die Diskrepanz erklären können. Wir glauben die Frage verneinen zu müssen und im folgenden einen weiteren Erklärungsgrund zu finden.

In der modernen Wirtschhaft vollziehen sich die meisten Zahlungen bargeldlos oder, wie Hahn sagt, durch „Ueberweisungsgeld". Das Stückgeld kommt im wesentlichen nur für die Verbrauchswirtschaft in Frage. Je größer nun der Teil ist, welcher vom Nationaleinkommen zum Konsum verwandt wird, oder anders ausgedrückt, je größer das Einkommen derjenigen Volksschichten ist, welche den größten Teil ihres Einkommens zum Konsum verwenden, und als Korrelat dazu, je besser die Verbrauchsgüterindustrien beschäftigt sind, desto mehr Verbrauchsumsätze ergeben sich, d. h. desto mehr Stückgeld wird benötigt. Die Produktionsmittelindustrie dagegen wird zu einem großen Teil aus den Ersparnissen, der sogenannten Akkumulationsquote, finanziert, und die Umsätze werden hier in der Hauptsache mittels Ueberweisungsgeld erledigt. Der Stückgeldbedarf aber wird auf dem Geldmarkte befriedigt.[82]) Wenn das Einkommen

[81]) Vergl. hierzu Plenge, Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, Berlin 1913.

[82]) Vergl. Albert Hahn: Zur Theorie des Geldmarktes, in „Geld und Kredit", a. a. O., S. 87 ff.

der sogenannten Verbraucherschichten gering ist, wird der Geldmarkt verhältnismäßig wenig in Anspruch genommen. Er zeigt eine leichte Lage.

Nun trifft es eigenartigerweise zu, daß 1910 und 1911 gerade solche Industrien von der ansteigenden Konjunktur wenig verspürten, die in ihrem Absatz von der Kaufkraft der konsumierenden Massen abhängig sind, vor allem die Baumwollspinnerei und -Weberei. In gleicher Weise war es 1913 wieder die Textilindustrie, die sich mit der Herstellung einfacherer Kleidungsstücke befaßte, welche unter Mangel an Beschäftigung litt. Dazu hatten die Detailgeschäfte infolge geringerer Kaufkraft der Verbraucher gegen Ende 1913 schon nicht mehr genügenden Absatz. Bezeichnenderweise sind die Notenbankkredite damit parallel gegangen, trotzdem die Summe der ausgestellten Wechsel sich nicht in entsprechender Weise veränderte. Auch die Veränderungen im Metallbestand geben die volle Erklärung nicht.

2. Abschnitt: Die Darstellung der Entwicklung von 1924—1928.

§ 8. Der Zinsfuss der Reichsbank und des offenen Marktes.

Bis in die ersten Monate des Jahres 1927 zeigen die Kurven der Sätze des offenen Marktes und der Reichsbank eine nur durch wenige Unterbrechungen aufgehaltene stark fallende Tendenz, um dann wieder bis zum Ende unserer Periode — im Vergleich zu den Höhen, welche die Kurven in der Zeit von 1924—1928 durchlaufen sind, zwar wenig, an sich aber bedeutsam — zu steigen. Das Jahr 1924, in welchem Privatdiskont und Warenwechsel noch nicht notiert wurden, bringt am offenen Markte den größten Zinsfall, zumal auch hier die höchsten Sätze geherrscht hatten.

Unter Warenwechsel sind in diesem Zusammenhang solche Wechsel zu verstehen — und nur dafür gilt die Notierung —, die zwar von Industrie- und Handelsfirmen ausgestellt und akzeptiert, dann aber von einer als zahlungsfähig geltenden Bank mit dem Giro versehen und dadurch börsenfähig gemacht worden sind. Diese Wechsel stellen vielfach die Privatdiskonten der kleineren und Provinzbanken dar, während die Großbanken sich an dem Geschäft nur wenig beteiligen.

Ohne einen geeigneten Anknüpfungspunkt an die Vergangenheit zu besitzen, hat die Reichsbank am 29. Dezember 1923 den Diskontsatz auf 10% festgesetzt, der ab 15. September 90% betragen hatte. Allerdings gab die Reichsbank schon ab 15. September 1923 Lombardkredite mit Wertbeständigkeitsklausel zu 10% p. a. Doch auch dafür hatte kein Zinsmanometer Richtlinien geboten. Der Satz war „gegriffen" und wurde von der Reichsbank einfach beibehalten. Die Funktionen, welche der Reichsbankdiskont im allgemeinen zu erfüllen hat und welche damals von ihm nicht erfüllt wurden, hat die Reichsbank durch andere Mittel zu ersetzen versucht. Am 26. Februar 1925 konnte die Reichsbank den Diskont auf 9% herabsetzen. Erst das Jahr 1926, das als „das Jahr der Diskontherabsetzungen" bekannt ist, brachte weitere Ermäßigungen. Der Diskontsatz betrug ab 12. Januar 1926 8%, ab 27. März 7%, ab

7. Juni 6½%, ab 6. Juli 6% und wurde dann nochmals am 11. Januar 1927 auf 5% ermäßigt. Doch mußte der Satz am 11. Juni 1927 auf 6 und am 4. Oktober 1927 auf 7% erhöht werden. Dieser Satz wurde auch das Jahr 1928 hindurch beibehalten.

Immerhin ist die Richtung dreieinhalb Jahre lang eindeutig abwärts. Und die Spanne zwischen Hoch- und Tiefpunkt in dieser Periode beträgt nicht weniger als 5%, wobei ins Gewicht fällt, daß der höchste Satz nicht nur vorübergehend, sondern mehr als ein Jahr lang geherrscht hat.

Tabelle 5.

Reichsbankdiskont und Sätze des offenen Marktes.[83])
(Monats- und Jahresdurchschnitte.)

	Reichsbank-diskont	Privatdiskont	Waren-wechsel	Täglich Geld	Monats Geld	Durchschnitt der Geldsätze[84])	Spanne zwischen Bank- u. Marktdiskont[85])
	1	2	3	4	5	6	7
1914							
Januar	10	.	.	87,67	28,25	58,46	.
Februar	10	.	.	34,94	22,58	28,76	.
März	10	.	.	33,09	30,00	31,54	.
April	10	.	.	45,49	44,45	44,97	.
Mai	10	.	.	27,82	44,31	36,06	.
Juni	10	.	.	22,60	32,59	27,59	.
Juli	10	.	.	16,83	22,92	90,87	.
August	10	.	.	17,13	18.81	17,97	.
September	10	.	.	14,97	16,78	15,87	.
Oktober	10	.	.	15,09	14,42	14,25	.
November	10	.	.	13,03	13,81	13,42	.
Dezember	10	9,20	.	11,11	12,61	11,86	.
Jahresdurchschnitt	10	.	.	28,23	25,13	26,72	.
1925							
Jaunar	10	8,31	8,92	9,99	11,28	9,62	1,69
Februar	9,89	8,01	9,35	10,57	11,92	9,96	1,88
März	9	8	8,85	8,97	11,26	9,27	1,—
April	9	8	9,05	8.49	10,13	8,92	1,—
Mai	9	7,97	8,97	8,78	10,48	9,05	1,03
Juni	9	7 76	9.—	8.79	10,68	9,06	1,24
Juli	9	7,88	9,13	9,46	10,87	9,33	1,12
August	9	7,68	9,02	9,—	10,84	9,13	1,32
September	9	7,18	8,96	8,85	10,59	8,89	1,82
Oktober	9	7,09	8,89	9,41	10.82	9,05	1,91
November	9	6,78	8,66	8,49	10,65	8,67	2,22
Dezember	9	6,75	8,61	8,20	10,29	8,56	2,25
Jahresdurchschnitt	9.16	7,62	8,95	9,08	10,82	8,88	1,54

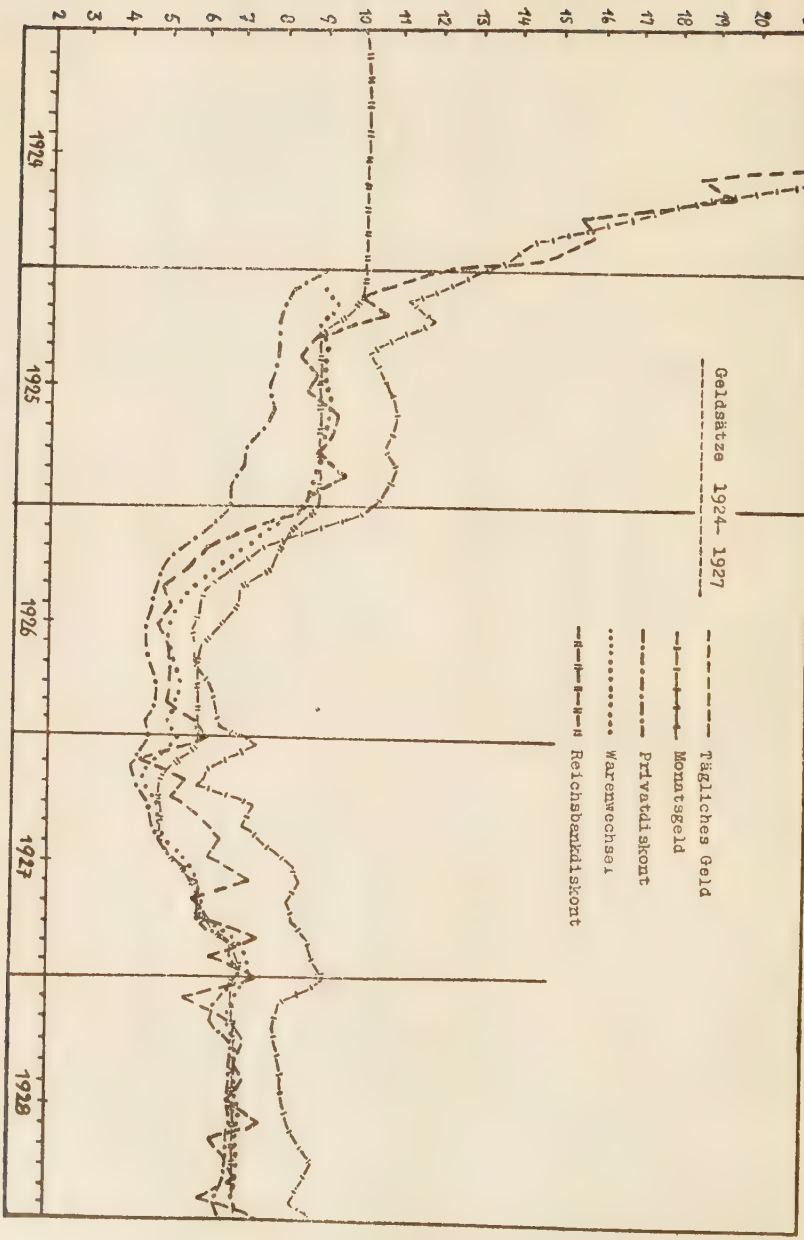
[83]) Die Zahlen sind entnommen dem Statistischen Jahrbuch für das Deutsche Reich bezw. der Zeitschrift „Wirtschaft und Statistik".
[84]) Errechnet aus den Spalten 2—5, für 1924 nur aus 4 und 5.
[85]) Errechnet aus Spalte 1 und 2.

Fortsetzung Tabelle 5

	Reichsbank-diskont	Privatdiskont	Waren-wechsel	Täglich Geld	Monats-Geld	Durchschnitt der Geldsätze[84])	Spanne zwischen Bank- u Marktdiskont.[85])
	1	2	3	4	5	6	7
1926							
Januar	8,35	6,27	7,68	7,13	8,99	7,52	2,08
Februar	8	5,46	7,03	6,07	7,43	6,50	2,54
März	7,84	5,—	6,46	5,70	6,78	5,98	2,84
April	7	4,86	5,80	4,64	6,01	5,33	2,14
Mai	7	4,69	5,38	4,80	5,93	5,15	2,31
Juni	6 6	4,52	5,07	4,81	5,77	5,04	2,08
Juli	6,08	4,53	5,13	5,—	5,80	5,11	1,55
August	6	4,61	5,17	4,96	5,88	5,15	1,39
September	6	4,88	5,46	5,11	6,23	5,42	1,12
Oktbober	6	4,84	5,32	5,—	6,34	5,37	1,16
November	6	4,63	5,07	4,77	6,41	5,22	1,37
Dezember	6	4,73	5,42	6,03	7.39	5,89	1,37
Jahresdurchschnitt	6.74	4,92	5,75	5,33	6.58	5,64	1,82
1927							
Januar	5,42	4,20	4,66	4,33	6,27	4,86	1 12
Februar	5	4,23	4,42	5,41	5,92	5,00	0,77
März	5	4,59	4,88	5,11	7,28	5,46	0,41
April	5	4,62	4,88	5,34	7,07	5,60	0,38
Mai	5	4,90	5,00	6,31	7,63	5,96	0,10
Juni	5,7	5 39	5,67	6,04	8 24	6,33	0,31
Juli	6	5.90	6,—	7,16	8,45	6,88	0,10
August	6	5,83	6.—	5,74	8,22	6,45	0,17
September	6	5,90	6.22	6,07	8.28	6,62	0,18
Oktober	6,87	6,69	7,08	7,32	8,67	7,44	0 18
November	7	6.76	7,27	6'05	8,80	7,22	0.24
Dezember	7	6,87	7,37	7,26	9,05	7,63	0,13
Jahresdurchschnitt	5.82	5,49	5.78	6,05	7,82	6,29	0,33
1928							
Januar	7	6,27	6.87	5,48	7,98	6,65	0,73
Februar	7	6,20	6,71	6,66	7,70	6,82	0.80
März	7	6,72	6.95	7,—	7,89	7,14	0,28
April	7	6,70	6,93	6.80	7.98	7,10	0,30
Mai	7	6,66	6,95	7,01	8,00	7,15	0,34
Juni	7	6,62	6,90	6,55	8,07	7,03	0,38
Juli	7	6,74	7,03	7,46	8,18	7,35	0.26
August	7	6,69	6,95	6,16	8,42	7,05	0,31
September	7	6,65	6,99	6,66	8,70	7,25	0,35
Oktober	7	6,58	6.94	6,80	8,56	7,22	0,42
November	7	6,28	6,81	5,85	8,23	6,79	0,72
Dezember	7	6,31	6,92	7,46	8,89	7,39	0,69
Jahresdurchschnitt	7	6,53	6,91	6,66	8,22	7,08	0,46

Der Lombardsatz war vom 29. Dezember 1923 bis 25. Februar 1926 um 2% höher als der Diskont. Alsdann hielt es die Reichsbank für angebracht, es bei der vor dem Kriege üblichen Spanne von 1% bewenden zu lassen. Nur während der Zeit des niedrigen

Schaubild 6.


%
20
19
18
17
16
15
14
13
12
11
10
9
8
7
6
5
4
3
2
1924
1925
1926
1927
1928
Geldsätze 1924- 1927
Tägliches Geld
Monatsgeld
Privatdiskont
Warenwechsel
Reichsbankdiskont

Diskonts von 5% im Jahre 1927 glaubte die Reichsbank, den Lombardsatz um 2% höher halten zu müssen.

Privatdiskont und bankgirierte Warenwechsel, welche sich durchaus in gleicher Richtung bewegen, zeigen bis Juli 1926 nur ein einziges Mal, nämlich Juli 1925, eine kleine Erhöhung und sinken nach kurzen Anspannungen im Herbst und gegen Ende des Jahres 1926 weiter bis Anfang 1927, um von da ab sich wieder zu heben.

Die Spanne zwischen Bank- und Marktdiskont ist zeitweise außerordentlich groß, im März 1926 2,84%! Und sogar im Dezember 1925 2,25%. Während früher im Monat Dezember die Spanne sehr klein zu sein pflegte (vgl. Tabelle Nr. 3 S. 44), ist sie im Dezember 1925 sowohl wie im gleichen Monat 1926 größer als in den jeweils voraufgehenden Monaten. Erst 1927 bringt eine wesentliche Verringerung der Spannung, was auf einen angespannten Geldmarkt schließen läßt. Ja, im September und Oktober ist der Privatsatz zeitweise über den Banksatz gestiegen. In unserer Tabelle und in der graphischen Darstellung kommt dies nicht zum Ausdruck, da die Monatsdurchschnitte angegeben sind.

War der Satz für tägliches Geld am Ende der Geldentwertungszeit bis auf 20 und 22% pro Tag (23. 11. 1923) hinaufgegangen, so erfolgte doch bald bei dem stabileren Geld ein Abstieg von dieser schwindelnden Höhe. Der höchste im Januar 1924 notierte Satz betrug noch ½% pro Tag, der niedrigste, den zehnten Teil davon. Anläßlich der Kreditretriktion der Reichsbank vom 7. April 1924 ergab sich wieder eine Steigerung bis zum Höchstsatz von 108% p. a. im Mai und Juni 1924 für tägliches Geld und bis etwa 80% p. a. für Monatsgeld.[86]) Aber um die Zeit Mai-Juni war doch der Kulminationspunkt erreicht (nach Monatsdurchschnitten gerechnet, schon im April) und in den nächsten Monaten sinken die Geldsätze in schnellem Tempo. Von Mai bis etwa Oktober 1925 stagnieren die Geldsätze auf der erreichten Höhe von 9 bis 11% p. a. unter

---

[86]) Conrads Jahrbücher, Volkswirtschaftliche Chronik 1924 und 1925.

verhältnismäßig geringen Schwankungen bezw. ziehen sie teilweise leicht an, um alsdann die fallende Tendenz bis Juni 1926 weiter fortzusetzen. Von hier ab erfolgt bei täglichem Geld und Monatsgeld ein leichtes Ansteigen bis zum Jahresschluß 1926, welches sich nach einigen Rückschlägen im Anfang des Jahres 1927 im ganzen bis zum Schlusse des letztgenannten Jahres fortsetzt, wobei freilich die Kurve des täglichen Geldes als die reagiblere mit Zahlungsterminen und anderen Dingen zusammenhängende Schwankungen deutlicher zeigt als die übrigen.

Sehen wir vom Jahre 1924 ab, so beträgt dennoch die Spannung zwischen den Hoch- und Tiefpunkten der Monatsdurchschnitte bei täglichem Geld und Monatsgeld 6—6½%, im Jahre 1927 allein noch ungefähr 3%.

Bemerkenswert ist insbesondere, daß der Satz für Monatsgeld von Februar bis September 1926, der Satz für tägliches Geld, mit Unterbrechungen im Herbst 1925, von März 1925 bis Januar 1927 unter dem Reichsbankdiskont standen. In der übrigen Zeit hat das Monatsgeld die im theoretischen Teil als natürlich erkannte höhere Lage. Das tägliche Geld zeigt leichter Schwankungen nach oben und unten.

Nimmt man den Durchschnitt der Geldsätze (tägliches Geld, Monatsgeld, Privatdiskont, Warenwechsel) — vergleiche Schaubild 5 —, so erkennt man, daß das Geld bei der Reichsbank fast bis Ende 1925 und wiederum von Februar bis Ende 1927 billiger war als auf dem offenen Markt. Die sich bis zum Hochsommer 1926 fortwährend vergrößernde Spanne zwischen beiden Kurven deutet an, daß die Reichsbank mit ihren Diskontermäßigungen nicht in gleichem Tempo zu folgen vermochte. Das Umgekehrte trifft zu für die Diskonterhöhungen im Jahre 1927.

Zum Ausdruck kommt diese Tatsache auch darin, daß der Jahresdurchschnitt des Reichsbankdiskonts im Jahre 1927 noch um 0,92% unter demjenigen von 1926 liegt, während die übrigen Geldsätze ohne Ausnahme eine Steigerung aufweisen — freilich nicht im gleichen Ausmaß, am wenigsten der Warenwechsel, am meisten Monatsgeld. Im zweiten Halbjahr 1928 wiederholt sich in kleinerem Umfange das Bild von 1926.

Zur Erkenntnis der Verhältnisse am Geldmarkt dürfte es besser sein, anstatt des Marktdiskonts oder des Warenwechsels allein den eben genannten Durchschnitt der Geldsätze zugrunde zu legen. Denn der Privatdiskont sagt für den Geldmarkt nicht dasselbe aus wie vor dem Kriege. Er war durchweg einseitig von der Reichsbank beeinflußt, welche sozusagen als einziger Käufer auftrat, und zwar mit öffentlichen Geldern, die ihr zur Verwaltung übergeben waren. Ein eigentlicher „Markt" für Privatdiskonten hat sich in dieser Periode noch nicht wieder entwickelt. Ebenso wenig für Warenwechsel, wofür ein ausgedehnter Käuferkreis fehlte. Nach Prion (Kapital und Betrieb, Leipzig 1929, S. 79) ist der Gesamtbetrag der privatdiskontfähigen Bankazepte einschließlich der der Privatbankiers für Ende 1925 auf 300 Millionen Reichsmark, für Mitte 1928 auf 500 Mill. RM (gegen 1600 Mill. M. in 1913) im durchschnittlichen Umlauf zu schätzen. Oeffentliche Institute kauften keine Warenwechsel, sondern nur Privatdiskonten. Und wenn das Ausland sie aufnahm, so mußte die Valuta garantiert werden. Dann handelte es sich aber nicht mehr um einen Privatdiskont, sondern um einen Valutakredit. 1924/25 allerdings haben die Banken diesem Markt für Warenwechsel etwas mehr Aufmerksamkeit geschenkt.[87]) Ja, man nannte im Berliner Börsen-Curier im Herbst 1927 den ganzen Markt für Warenwechsel eine Farce.[88]) Die Akzeptprovision war im Sommer 1927 wieder bis auf Vorkriegshöhe gesunken und hatte sie sogar unterschritten. Sie betrug ein Sechstel Prozent pro Monat, vor dem Kriege $^1/_4$ bis $^3/_8$% pro Monat, für Remboursakzepte $^1/_6$% pro Monat.[89])

---

[87]) Nach Aussagen des Sachverständigen (Wassermann) im Enquete-Ausschuß (Deutsche Bergwerkszeitung v. 7. 7. 1927).

[88]) Kaum 200 Millionen seien darin angelegt.

[89]) Vergl. Fußnote 87.

§ 9. Der Zinsfuss im Bankverkehr.

So wenig eine Ware, sei es auch eine Gattungsware, an den verschiedenen Orten des Landes denselben Preis kostet, so wenig die Kurse von Effekten, ja sogar die Geldsätze an den verschiedenen Börsen am gleichen Tage eine gleiche Höhe aufweisen, ebenso wenig darf erwartet werden, daß dies bei den Einlagen und Schuldzinsen im Bankverkehr der Fall sein könnte. Der Zins ändert sich mit den speziellen örtlichen Verhältnissen, mit der Kreditorganisation und den von ihr gepflegten Geschäften, mit der besseren oder schlechteren Verbindung zum offenen Markt — ganz zu schweigen von der Sicherheit des einzelnen Kunden, der Verbundenheit des Kunden mit der Bank und umgekehrt. Dennoch bleibt die Tendenz des Ausgleichs da, wenngleich infolge stets neuer Gegebenheiten der Ausgleich selbst nur unvollkommen herbeigeführt werden kann. Das Moment der Sicherheit muß bei der Zeichnung des tatsächlichen Bildes so gut wie unberücksichtigt bleiben, da nicht feststellbar ist, welche Zuschläge dadurch bedingt worden sind.

Als die Mächtigsten ragen aus der gesamten Kreditorganisation, von der Reichsbank abgesehen, die sogenannten Aktien-Privatbanken hervor. Der von ihnen festgesetzte Zins hat die weiteste Wirkung. Es folgen die Sparkassen und dann die Genossenschaften.

Auch die örtlichen Vereinbarungen der Privatbanken zeigen nicht immer eine Gleichheit, obwohl durch das Großbankfilialsystem die besten Vorbedingungen dazu gegeben sind. Die folgenden Tabellen 6 und 7 bringen die Sätze der Berliner Stempelvereinigung, der alle bedeutenderen Berliner Banken angeschlossen sind, sowie die Sätze der Rheinisch-Westfälischen Bankenvereinigung, soweit eben diese Sätze überhaupt festzustellen sind. Dabei handelt es sich um Durchschnittssätze, welche je nach Bonität und Intensität des Geschäftsverkehrs zwischen Bank und Kunde unter- oder überschritten worden sind. Diese Veränderlichkeit trifft allerdings nur die Provision, nicht oder doch höchst selten die „Zinssätze", die als Mindestsätze bekannt gegeben werden.

Tabelle 6.

Mindestsätze der Berliner Großbanken.[90])

	Debtzins in laufender Rechn.	Vorschußprovision	1 und 2 zusammen	Ueberziehungsprovision bei Privaten	bei Banken
	1	2	3	4	5
Juli 1924	14,— . .	. . .	30—36 %	1/2 %/00 p. Tg. ab 20. 7.	1/2 %/00 p. Tg.
August 1924	12,— . .	. . .	24—27 „	3/4 %/00 p. Tg.	„ „ „
September 1924	12,— . .	. . .	21—24 „	„ „ „	„ „ „
Oktober 1924	12,— . .	. . .	16—20 „	1/2 %/00 p. Tg.	„ „ „
November 1924	12,— . .	. . .	16—18 „	„ „ „	3/8 /00 p. Tg.
Dezember 1924	12,— . .	. . .	15—17 „	3/8 %/00 p. Tg.	1/4 o/00 p. Tg.
1. 12. 24-25. 1. 25.	12,— . .	3/8 %/o pr. Monat	16.5 „	„ „ „ ab 1. 2.	„ „ „
26. 1. 24-28. 2. 25	12	1/4 „ „ „	15 „	1/6 %/00 p. Tg.	—
ab 1. 3. 25	11	1/4 „ „ „	14 „	„ „ „	—
ab 1. 10. 25	11	1/5 „ „ „	13,4 „	1/6 %/00 p. Tg.	—
ab 13. 1. 26	10	1/5 „ „ „	12.4 „	„ „ „	—
ab 1. 3. 26	9	1/5 „ „ „	11,4 „	„ „ „	—
ab 27. 3. 26	8	1/5 „ „ „	10,4 „	„ „ „	—
ab 7. 6. 26	7 1/2	1/5 „ „ „	9,9 „	1/8 %/00 p. Tg.	—
ab 6. 7. 26	7	1/5 „ „ „	9,4 „	„ „ „	—
ab 1. 9. 26	7	1/6 „ „ „	9 „	„ „ „	—
ab 11. 1. 27	6	1/6 „ „ „	8 „	„ „ „	—
ab 10. 6. 27	7	1/6 „ „ „	9 „	„ „ „	—
ab 4. 10. 27	8	1/6 „ „ „	10 „	„ „ „	—

Einlagenzinsen

	täglich provisionsfrei	kündbar provisionspflichtig		fest auf 15 bis 30 Tage
1. 7.—15. 7. 1927	12 %/o p. a.	12 %/o p. a.	1. 7.—23. 7. 24	15 %/o p. a.
ab 16. 7. 1924	8 %/o p. a.	8 %/o p. a	24. 7.—23. 9. 24	12 „ „ „
ab 1. 10. 1924	6 %/o p. a.	6 %/o p. a.	ab 24. 9. 24	9 „ „ „
Nov. 1924				9 „ „ „
Dez. 1924				9 „ „ „
ab 19. 1. 1925	5 %/o p. a.	4 %/o p. a.		8 „ „ „
26. 1. 25-28. 2. 25				8 „ „ „
ab 1. 3. 1925			ab 5. 3. 25	7 „ „ „
ab 13. 1. 1926	4 %/o p. a.	4 1/2 %/o p. a.		6 „ „ „
ab 1. 3. 1926	„ „ „	„ „ „		5 1/2 „ „ „
ab 27. 3, 1926	3 %/o p. a.	3 1/2 %/o p. a.	ab 1. 4. 26	5 „ „ „
			ab 9. 8. 26	4 1/2 „ „ „
ab 11. 1. 1927	2 1/2 %/o p. a.	3 %/o p. a.		4 1/2 „ „ „
ab 10. 6. 1927	3 1/2 %/o p. a.	4 %/o p. a.		4 „ „ „
ab 14. 6. 1927				5 „ „ „
				über Ultimo 6 %/o
ab 1. 8. 1927				„ „ „
ab 4. 10. 1927	4 %/o p. a.			6 %/o p. a. über Ultimo 7 %/o

[90]) bis 25. 1. 1925 aus „Wirtschaftskurve", später aus „Bankwissenschaft".

Tabelle 7.

Rheinisch-Westfälische Bankenvereinigung.

Zinssätze im Kontokorrent.[91])

Zeit	Debetzins in % p. a.	Vorschuß-provision	Ueber-ziehungs-provision	Gesamt-belastung in % p. a	Kreditzins in % p. a[92])	Kredit in % von Debet
	1	2	3	4	5	6
1. 12. 23—10. 12. 23	—	4—6% pr. Tg.		1440-2160		
11. 12. 23—20. 12. 23	—	3 „ „ „		1080		
21. 12. 23—31. 12. 23	—	1 „ „ „		360		
1. 1. 24—31. 1. 24	—	1% „ „		360	1‰-1/8%p. T.	
1. 2. 24—14. 2. 24	—	1/2% „ „		180	1/2-1/6 ‰ „ „	
15. 2. 24—30. 4. 24	14	1‰ „ „		50	6-8% p. a.	12-16
1. 5. 24—31. 5. 24	14	2‰ „ „		86	12	13,9
1. 6. 24—30. 6. 24	14	1 1/20‰ „ „		68	12	17,6
1. 7. 24—31. 7. 24	14	1-1 1/2‰ „ „		50-68	12	24-17,6
1. 8. 24—31. 8. 24	12	1‰ „ „		48	9	18,8
1. 9. 24—30. 9. 24	12	3/4‰ „ „		39	9	23,1
1. 10. 24—30. 11. 24	12	1/2‰ „ „		30	8	26,6
1. 12. 24—31. 12. 24	12	3/8‰ „ „		25 1/2	8	31,4
1. 1. 25—25. 1. 25	12	3/8% pr. Mt.	(3/8‰ p. Tg.)	16 1/2 (30)	7	42,4
26. 1. 35 30. 9. 25	11	1/4% „ „	(1/60‰ „ „	14 (20)	7	50
1. 10. 25—93) . .	11	1/5% „ „		13,4	7	52,2
1. 4. 26— 6. 6. 26	8	1/5% „ „		10,4	4	38,5
7. 6. 36— 5. 7. 26	7 1/2	1/6% „ „		9,9	4	40,4
6. 7. 26—30. 8. 26	7	1/5% „ „		9,4	4	42,50
1. 9. 26—10. 1. 27	7	1/5% „ „		9	4	44,4
10. 1. 27—10. 6. 27	6	1/6% „ „		8	3 1/2	43,8
11. 6. 27— 3. 10. 27	7	1/6% „ „		9	4	44,4
4. 10. 27 —	8	1/6% „ „		10	4 1/2	45,0

Von etwa Ende 1924 an haben die örtlichen Bankenvereinigungen sich nachweislich sehr eng den Bedingungen der Berliner Stempelvereinigung angeschlossen. Ja noch mehr: es ist auch so ziem-

[91]) frdl. mitgeteilt von der Landesbank der Provinz Westfalen, Münster i. W.

[92]) Der Kreditzins ist entnommen dem „Wirtschaftsjahr", Jahresbericht der Ind.- u. Hand.-Kammer des Ruhrbezirks zu Bochum, Dortmund, Duisb.-Ruhrort, Essen, Krefeld und Münster 1926 und 1927 (Bericht Dr. Däbritz, Essen), Essen 1927 und 1928.

[93]) Die Mitteilung der Landesbank enthält hier vermutlich eine Lücke. Der Zins von 11% wird zwar als bis zum 31. 3. 26 geltend angeführt. Doch durfte vom 31. 1. — 28. 2. 26 ein Zinssatz von 10% und vom 1. — 31. 3. 26 ein solcher von 9% berechnet worden sein, sodaß die Gesamtbelastung im Jan./Febr. 12,4%, im März 11,4% betrug.

lich der Zinsaccord zwischen Privatbanken, Girozentralen und öffentlichen Anstalten gelungen, nachdem Vertreter der Reichsbank mit den Banken in den Provinzstädten Fühlung genommen hatten.[94])

Für das erste Halbjahr 1924 und zum Teil auch noch für das zweite hält es außerordentlich schwer, die tatsächliche Belastung der Bankkunden zu erkennen. Das Berliner Tageblatt vom 18. 7. 1924 schreibt, daß die bisherigen Debetzinsen nur geheimgehaltene Mindestsätze waren, und zwar nur für Zinsen, nicht für Provisionen, daß also die Zinsfestsetzung nur theoretischen Charakter getragen habe. Immerhin ist manches bekannt geworden, wovon die Grundzüge hier wiedergegeben werden können.

In den ersten Monaten des Jahres 1924 hat die auf Inflation eingestellte Zinspolitik der Banken weiter angehalten. Die Belastung der Zinsen wurde am Ende der Inflation in ganz kurzen Abständen, manchmal sogar täglich, vorgenommen, von den so belasteten Zinsen wieder Zinsen berechnet, Abhebungen früher, Anschaffungen später valutiert. Ob berechtigt oder unberechtigt, steht hier nicht zur Debatte.

Die Kontokorrentzinsen blieben nach Einführung der Rentenmark erst höher als die Sätze für tägliches Geld. Während letzteres am 30. November 1923 wieder zu 1 bis 2% täglich, am 3. Dezember zu ½% täglich zu haben war, behielten die Banken bis 30. November 1923 einen Satz von 10% pro Tag bei, bis 10. Dezember einen solchen von 6% und bis zum 21. Dezember einen Satz von 3% pro Tag, teils auch bis zum Jahresende. Ab 1. Januar 1924 betrug der Satz 1% pro Tag, ab 1. Februar ½% pro Tag. Ab 15. Februar wurde ein Zins von 14% p. a. belastet, zuzüglich einer lich der Zinsakkord zwischen Privatbanken, Girozentralen und Provision, welche mit ½% pro Monat bis 1% pro Tag einsetzt und kurz nach der Kreditrestriktion der Reichsbank sich bis auf 2% pro Tag steigert, so daß die Gesamtbelastung über 80% p. a. betrug.[95]) Wechselkredite waren Anfang April 1924 zu Reichsbankdiskont plus ½% Provision pro Monat, d. s. 16% p. a., zu haben, falls die Reichsbank rediskontbereit war. Alsdann wurde es schwieriger

[94]) Berliner Börsen-Courier vom 9. 10. 1924.

[95]) Vergl. Prion, Wilh.: Kreditpolitik, Berlin 1926, S. 127—142 und Schacht, Hjalmar: Die Stabilisierung der Mark, Berlin-Leipzig 1927, S. 123.

und Mai 1924 waren sie überhaupt kaum erhältlich.[96]) Aber wie auf dem offenen Geldmarkt, so war auch im Kontokorrentverkehr gegen Mitte Mai der Höchstpunkt erreicht. Eine Erleichterung bahnte sich an, die sich in sinkenden Zinssätzen kundtat (vergl. Tabelle). Am 20. Juli wurde von den Banken der Lombardsatz der Reichsbank wieder zur Zinsgrundlage gemacht und die Provision sukzessive herabgesetzt.

Laut einem Gutachten der Mitteldeutschen Industrie- und Handelskammer waren als Debetsätze üblich:

November 1923 8—10% täglich,
Dezember 1923 6—4% täglich,
Januar 1924 1½—½% täglich,
Febr./April 1924 5—3½% monatlich,
Mai/August 1924 3½—2½% monatlich,
nach 1. Sept. 1924 12% Jahreszins plus ½% Provision pro Monat.

Freilich ist zu beachten, daß es sich in den ersten Monaten des Jahres 1924 noch um Papiermarkkredite handelte. Erst ab 18. März wurden nur noch valorisierte Kredite gewährt,[97]) während bis dahin nur Monatsgeld mit der Valutaklausel versehen war. Es gab allerdings schon von Anfang des Jahres an einige Rentenmarkkonten, auf denen ein Debetzins von 14% p. a. zuzüglich einer Provision von 10% pro Tag, d. h. 50% p. a. total, berechnet wurde. Der Kreditzins solcher Konten betrug ab 1. 1. 24 6%, ab 1. 3. 24 7%. Die Spanne betrug demnach anfänglich mehr als das Siebenfache des Kreditzinses.

Man muß überhaupt feststellen, daß der Kreditzins im Verhältnis zum Debetzins recht niedrig war. Er betrug im Januar 1924 1% bis ⅛% pro Tag, im Februar ½% bis 1/6% pro Tag, vom 1. bis 18. März 6% p. a., bis 15. April 8% p. a., bis 30. April 9% p. a., bis 15. Juli 12% p. a., bis 30. September 8% p. a., von da ab einstweilen 6% p. a.[98]) D. h. diese Sätze galten für täglich kündbare Einlagen. Geld auf 15—30 Tage wurde damals um 3—4% p. a. teurer bezahlt, teilweise jedoch auch viel höher. Gab es doch Banken, die längere Zeit 3% p. Monat vergüteten.

---

[96]) Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung, Nr. 2, 1924, S. 155.
[97]) Frankfurter Zeitung v. 27. 3. 1924.
[98]) Frankfurter Zeitung vom 29. 7. 24, Berliner Börsenzeitung vom 6. 10. 24 und vom 16. und 24. 1. 1925.

Die Spanne zwischen Debet- und Kreditzins, welche vor dem Kriege $2^1/_2$ bis $3^1/_2$% betragen hatte,[99]) war Anfang 1925 noch $11^1/_2$%, Anfang 1926 8,4%, Anfang 1927 noch $5^1/_2$%, Ende 1927 wieder 6%, wobei die Kreditzinssätze provisionsfreier Konten zugrundegelegt sind.

Nachdem der Debetsatz der Banken dem Lombardsatz der Reichsbank gleichgesetzt war, konnte eine Verbilligung der Kredite über eventuelle Diskontermäßigungen hinaus nur durch Aenderung der Provisionssätze und der Nebenbedingungen herbeigeführt werden. Dies ist dann auch mehrmals geschehen. Drei Momente sind erwähnenswert. Anläßlich der Preissenkungsaktion der Reichsregierung wurde am 1. Oktober 1925 die Provision um 20% von $^1/_4$% pro Monat auf $^1/_5$% pro Monat herabgesetzt. Eine weitere Provisionsverbilligung wurde am 1. September 1926 vorgenommen, als die Lage am Geld- und Kapitalmarkte es gestattete und nachdem die Reichsbank versucht hatte, durch Umfragen bei den Banken im Reiche sich ein Gesamtbild von der Zinslage zu verschaffen.[100]) Diese Umfrage fand etwa im Mai 1926 statt. Sie bezweckte einen Druck auf die Zinssätze und Konditionen. Zum Teil war es ihr Erfolg, daß die Bedingungen ins Fließen kamen. Und schließlich haben die Untersuchungen des Enqueteausschusses über die Zinsspanne eine Senkung im Gefolge gehabt.[101]) Sie haben Ende 1926 die Verhandlungen des Reichsverbandes der Industrie mit dem Zentralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes über die Minderung der Bankkonditionen zu einem schnelleren Abschlusse gebracht. Die Verhandlungen erstreckten sich insbesondere auf zwei Punkte:

Nach der Inflation hat sich eine neue Buchungsart der Kredite eingebürgert. Die Kredite werden bei Einräumung auf Debitorenkonto voll belastet und auf einem Scheckkonto gutgebracht, von welchem in Höhe dieses Guthabens — alias eingeräumten Kredites — abdisponiert werden kann. Die Banken berechneten nun auf Debitorenkonto Debetzins und Vorschußprovision auf die volle Summe vom Tage der Krediteinräumung an. Auf dem Scheckkonto ver-

[99]) Frankfurter Zeitung vom 12. 6. 1925.
[100]) Magazin der Wirtschaft, 1926, S. 982.
[101]) Vossische Zeitung vom 28. 12. 26 und Berliner Börsenzeitung vom 30. 12. 26.

güteten sie für noch nicht abdisponierte Beträge einen viel niedrigeren Kreditsatz. Diese Art der Verbuchung war im Auslande (besonders England) früher schon üblich und hat die Berechtigung darin, daß die Bank die eingeräumten Beträge stets bereit halten muß. Eine Härte lag darin, daß der Kunde den vollen Debetsatz auch dann zahlen mußte, wenn er den Kredit nicht ausnutzte, wodurch sich sozusagen eine doppelte Provision ergab. Die Vorschußprovision und auch die Verbuchungsart sind nach der genannten Vereinbarung geblieben, aber die Banken haben zugestanden, den Debetzins erst nach Maßgabe der Inanspruchnahme des eingeräumten Kredites zu belasten. Einzahlungen wurden weiter auf Scheckkonto gutgeschrieben. Die Vorschußprovision wurde weiter für den ganzen Betrag belastet, und zwar vom Tage der Einräumung an.

Die zweite Aenderung betraf die „Ueberziehungsprovision". Unsere Tabelle 6 zeigt, daß die Banken dem Kunden bei Inanspruchnahme über den bewilligten Kredit hinaus anstelle der Vorschußprovision eine höhere Ueberziehungsprovision berechneten, welche noch Ende 1924 $^1/_2{}^0/_{00}$ pro Tag, d. h. 18% p. a. betrug und sich bis auf $^1/_8{}^0/_{00}$ pro Tag am Ende unserer Periode, d. h. auf $4^1/_2$% p. a. ermäßigt hat. Gegenüber Bankkunden wurde sie normalerweise seit 1925 nicht mehr berechnet. Die Beschwerden lauteten nun dahin, daß vielfach dem Kunden von vorneherein nur ein nicht ausreichender Kredit bewilligt werde, daß ihm aber bedeutet würde, einer längeren oder dauernden Ueberziehung stände nichts im Wege. Auf diese Weise würde die Ueberziehungsprovision mißbräuchlich angewendet und nicht nur dann, wenn wirklich eine unerwartete Inanspruchnahme erfolge. Es wurde nun die Vereinbarung getroffen, die Ueberziehungsprovision nur für eine Woche zu berechnen. Sei eine Abdeckung bis dahin nicht erfolgt, so sollten Verhandlungen zwischen Kreditnehmer und Bank aufgenommen und der zusätzlich in Anspruch genommene Kredit nach Möglichkeit in einen ordentlichen umgewandelt werden, der der gewöhnlichen Vorschußprovision unterliege.[102])

Bemerkenswert ist, daß die Kreditbanken seit Juni 1927 für Einlagen über den Ultimo hinaus eine um 1% höhere Verzinsung gewähren als für sonstiges Geld auf 15—30 Tage — ein Versuch, die Ultimoansprüche zurückzudämmen. Auch ist die Bewegung

[102]) Magazin der Wirtschaft, a. a. O.

der Soll- und Habensätze nicht einheitlich. Im ersten Halbjahr 1924 sinken die Sollsätze, es steigen die Kreditzinsen. Am 16. Juli 1924 wird der Kreditsatz täglich fälliger Einlagen von 12 auf 8% p. a. herabgesetzt, der Satz für Geld auf 15—30 Tage noch bis 24. 7. auf dem Stand von 15% belassen. Am 10. Juni 1926 wird der Satz für Geld auf 15—30 Tage herabgesetzt, sämtliche übrigen Zinssätze werden erhöht. Dies nur als einige Beispiele!

Es muß nochmals betont werden, daß diese Zinssätze im allgemeinen nur als Mindestsätze anzusehen sind und nichts über die Nebenbedingungen aussagen, insbesondere nicht aussagen, um wieviel sie von einzelnen Banken überschritten wurden. Das gilt sowohl für die Kredit- wie für die Debetseite. Auf beiden Seiten sind in verschiedenen Fällen die angegebenen Sätze „gefährlich weit" überschritten worden.[103]) [104])

Verschiedentlich sind auch Beschwerden über zu hohe Zinsen (besonders Kreditzinsen) von Sparkassen und von Genossenschaften laut geworden.[105]) Die nächstfolgende Tabelle bringt die vom Rheinisch-Westfälischen Sparkassen-Verband für seine Mitglieder herausgegebenen Zinsrichtlinien, zu denen vom Verband bemerkt wird, daß „irgendwelche Angaben über einheitliche Zinssätze seit Anfang 1924" nicht gemacht werden können, „da alle Geldanstalten in der Zeit nach der Währungsstabilisierung auf die Verhältnisse

[103]) In der Provinz Hannover wurde gemäß privater Information einem Bankier von der zuständigen Reichsbankstelle die Aufhebung des Reichsbankgirokontos und jeden Reichsbankkredites angedroht, falls er seine Zinsangebote den sonst üblichen Sätzen nicht anpasse.

[104]) Vergl. auch Frankfurter Zeitung vom 25. 9. 24 und 25. 11. 25, sowie Berliner Börsen-Courier vom 9. 10. 24. Während die Berliner Großbanken im August 1924 zirka 24% p. a. (einschließlich Provision) belasteten, nahmen Provinzbanken 2—3½% pro Monat, teilweise bis 5% pro Monat, d. h. 24—60% p. a., im September noch 24—36% p. a. gegenüber einem Satz von 18—21% bei den Großbanken. Die Bankenvereinigung Gießen nahm 36% p. a. für Debetkonten. Die Sparkasse Dessau vergütete 20% p. a. für täglich kündbare Depositen, während dafür sonst etwa 6% p. a. üblich waren (Berliner Börsen-Courier v. 9. 10. 24). Die Girozentrale (Kommunalbank) für die Ostmark in Königsberg bot den ihr angeschlossenen Kommunalverbänden, Sparkassen und Kommunalbanken im November 1926 für tägliches Geld 9%, für Geld auf 14 Tage 10%, auf 30 Tage 11%, für längerfristiges noch mehr, und das bei 9% Diskont. (Frankf. Zeitung v. 25. 11. 1925.).

[105]) Vergl. Anm. 104.

der Kunden Rücksicht nehmen mußten".[106]) Letzteres ist ja auch von den Banken geschehen, welche mehrfach selbst betont haben, daß sie in solchen Fällen, wo die Verstrickung von Vor- und Rückvalutierungen, Dekadenverrechnungen usw. „für den Kunden eine besondere Härte entstehen ließ, insbesondere sich neue Schulden aus der Berechnung von Zinseszinsen in ungewöhnlicher Höhe angesammelt hatten, von ihren Forderungen nachgelassen und sich mit ihren Kunden unter der Hand über die Höhe der Schuld verständigt" haben.[107]) Die Tabelle zeigt im übrigen, daß die Zinsen des Rheinisch-Westfälischen Sparkassen-Verbandes sich durchaus auf gleicher Höhe mit denen der Privatbanken bewegt haben. Freilich handelt es sich hier um Richtlinien, und es liegen Gründe zur Annahme vor, daß dieselben mehrfach, besonders in kleineren Städten und Dörfern, überschritten worden sind. Im Osten des Reiches lagen die Sätze allgemein etwas höher.

Tabelle 8.

Zinsrichtlinien des Rheinisch-Westfälischen Sparkassen-Verbandes. [1])

Zeit	Konto-korrent Debet-zinsen %	Konto-korrent-Kredit-zinsen %	Spareinlagen mit satzungs-gemäßer Kündigungsfrist %	Spareinlagen mit besonders vereinbarter Kündigungsfrist %	Spanne zwischen 2 und 3 %
6. 2. 25—19. 1. 26	12—14	5	7	8	7—9
20. 1. 26—31. 3. 26	11—13	4½	7	8	6½—8½
1. 4. 26—ca. 15. 4. 26	10—12	4	6	6	6—8
15. 4. 26—ca. 15. 10. 26	9—11	3½—4	5	6	5½—7½
15. 10. 26—31. 1. 27	9—10	3½—4	5	6	5½—6½
1. 2. 27—14. 6. 27	8— 9	3	4½	5—5½	5—6
15. 6. 27—14. 10. 27	9— 9½	4	4½	5—6	5—5½
ab 15. 10. 27	9½ 10	4//	5½	6½	5—5½

[1]) Von der Geschäftsführung freundlichst mitgeteilt.

Ueber Genossenschaftszinsen mag die folgende Tabelle orientieren: Die darin verzeichneten Sätze sind ohne Abschläge oder Zuschläge für alle Kunden in Anrechnung gebracht worden. Die Genossenschaft ist in einem größeren Dorf Hannovers inmitten einer intensiv betriebenen Landwirtschaft ansässig und hat einen verhältnismäßig regen Umsatz.

[106]) Laut privater Mitteilung seitens der Geschäftsführung.
[107]) Prion, Wilh.: Kreditpolitik, a. a. O., S. 148.

Tabelle 9.

Zinssätze einer ländlichen Kreditgenossenschaft.[108])

Zeit	Debetzins %	Ueberziehungsprovision	laufende Rechnung %	Kreditzins monatl. Kündigung %	dreimonatige Kündigung %
1. 5. 24—31. 5. 24	4 p. M.	—	nicht mehr feststellbar		
1. 6. 24—31. 8. 24	5 p. M	—	1½ p. M.	2 p. M.	—
1. 9. 24—31. 10. 24	3 p. M.	—	1 „	2 „	—
1. 11. 24—31. 12. 24	2½ p. M.	—	1 „	1¾ „	—
1. 1. 25—28. 2. 25	24 p. a.	—	10 p. a.	18 p. a	—
1. 3. 25—30. 4. 25	21 p. a.	—	9 „	15 „	—
1. 5. 25—31. 10. 25	18 p. a.	—	7 „	12 „	13 p. a.
1. 11. 25—31. 12. 25	17 p. a.	—	7 „	12 „	13 „
1. 1. 26—31. 3. 26	16 p. a.	—	7 „	12 „	13 „
1. 4. 26—30. 6. 26	16 p. a.	—	7 „	11½ „	12½ „
1. 7. 26 31. 7. 26	14½ p. a.	bis 3 000 ℳ ½‰ p. M. bis 5 000 ℳ 1‰ p. M. bis 10 000 ℳ 1½‰ p. M. bis 15 000 ℳ	6 „	10½ „	11½ „
1. 8. 26—30. 9. 26	13 p. a.	wie bisher	4 p. a.	8 p. a.	10 p. a.
1. 10. 26—31. 12. 26	12 p. a.	—	4 „	7 „	9 „
1. 1. 27—31. 3. 27	10½ p. a.	—	4 „	6 „	8 „
1. 4. 27—30. 6. 27	10 p. a.	—	4 „	6 „	8 „
1. 7. 27—30. 9. 27	10½ p. a.	—	4 „	6 „	8 „
1. 10. 27—31. 12. 27	11½ p. a.	—	4 „	6 „	8½ „
1. 4. 28—31. 3. 28	11½ p. a	—	4 „	6 „	8 „
1. 4. 28—31. 12. 28	11½ p. a.	—	5 „	7 „	9 „

p. a. = pro anno; p. M. = pro Monat.

Provisionen sind mit Ausnahme einer kleinen Ueberziehungsprovision von Juli bis September 1926 aus Gründen der Arbeitsersparnis von der Genossenschaft nicht berechnet worden. Es wurde die gesamte Belastung des Schuldners durch „Zins" ausgedrückt.

Sowohl im Debet wie im Kredit waren die Zinssätze fortwährend höher als bei den Bankenvereinigungen und bei den Rheinisch-Westfälischen Sparkassen. Es waren aber die Bedingungen einer am gleichen Ort ansässigen Kreisbank bezw. Kreissparkasse kaum anders. Unweit entfernte Filialen mittlerer und größerer Provinzbanken waren — mindestens zeitweise — kaum billiger, nur daß von ihnen nicht alles als „Zins" deklariert wurde, sondern die Gesamtbelastung sich aus Zins, Provisionen, Spesen usw. zusammensetzte. Verhältnismäßig hoch sind allerdings die Kreditzinsen dieser Genossenschaft im Verhältnis zu den Vergütungen der betreffenden Provinzbanken.

[108]) Vom Vorstand frdl. mitgeteilt.

Man mag sagen, daß es sich um einen Einzelfall handele, der eine Verallgemeinerung für ländliche Verhältnisse nicht zulasse. Die hin und wieder erschienenen Pressemeldungen aber lassen ebensowohl den Schluß zu, daß auch anderwärts entsprechende Sätze üblich waren.[109]) Haben doch auch Privatbankiers im Frühjahr und Sommer 1924 bis zu 3% pro Monat für Geld auf einen Monat fest bewilligt.

Wechsel- und Kontokorrentkredite der Genossenschaft waren gleich teuer. Die verhältnismäßig wenig vorkommenden Wechselkredite wurden auch sehr oft prolongiert.

Während bei den Privatbanken die Spannung zwischen Debet und Kreditzins im Kontokorrentverkehr bis etwa Ende 1925 größer ist als bei der Genossenschaft, ist dies Verhältnis seitdem umgekehrt.

Die Zinssätze der Genossenschaft zeigen wie die der Banken seit Frühjahr 1924 bis Mitte 1927 eine ohne Unterbrechung absteigende Linie.

Eine enge Beziehung zum Reichsbankdiskont wie auch zum offenen Geldmarkt ist nicht zu erkennen. Der Debetsatz ist verschiedentlich doppelt so hoch und höher als der Reichsbankdiskont, z. B. noch im Mai 1925 und April 1926 bis Mai 1927. Der Kreditzins in laufender Rechnung hingegen ist zeitweise genau so hoch wie der Reichsbankdiskont, z. B. Januar bis April 1925, Ende Juli 1926.

Die Tabelle gibt u. E. ein treffendes Bild von den Geldverhältnissen auf dem Lande. Was die Kredite der Genossenschaft anbetrifft, so handelt es sich ebenso wie bei den Großbanken offiziell um Personal- oder Betriebs- oder kurzfristige Kredite, tatsächlich sind sie aber genau wie dort sehr oft zu Dauerkrediten geworden.

Wenn man nun bei den Banken die Debetzinsen einerseits und die Kreditzinsen andererseits betrachtet, so muß man sich allerdings vor der Schlußfolgerung hüten, daß das, was als die Spanne erscheint, einen vollen Zinsgewinn der Bank darstellt. Dies ist deshalb nicht der Fall, weil alle Kapitalien nicht als Kontokorrentkredite zu Kontokorrentzinsen vergeben werden können. Eine Großbank hat folgende Rechnung angestellt.

[109]) Vergl. Deutsche Tageszeitung vom 21. 7. 26, Frankfurter Zeitung vom 25 .9. 1924 und 25. 11. 1925, Berliner Börsen-Courier vom 18. 2. 1926.

Zu einer bestimmten Zeit um die Jahreswende 1924/1925, bezw. Anfang 1925 kosteten ihre Einlagen 6,76% Zinsen pro Jahr. Es waren davon angelegt:

43% in Debitoren zum damaligen Durchschnittssatz v. 17¾%,
38% in Wechseln zum damaligen Durchschnittssatz v. 11½%,
5½% in inländischen Bankguthaben z. Durchschn. S. v. 6%,
13% in ausländischen Bankguthaben z. Durchschn. S. v. 2½%,
5½% in bar oder Giro zinslos.

Das durchschnittliche Erträgnis gibt die Bank auf Grund dieser Aufstellung mit 12,08% an, die tatsächliche Spanne demnach mit 5,32% p. a.[110])

Natürlich läßt diese Rechnung sich nicht nachprüfen. Sie beweist aber auf jeden Fall, daß die tatsächliche Spanne zwischen Aufwand und Ertrag weit geringer war, als sie an sich scheint.

§ 10. Der Zinsfuss der Wertpapiere und Hypotheken.

1. Pfandbriefe.

Eine der wichtigsten Erscheinungen auf dem Markte des langfristigen Kredites im Jahre 1923 war die Abkehr von der Papiermarkanleihe und der durch Gesetz vom 23. Juni 1923 gestattete Uebergang zu den sogenannten wertbeständigen Anleihen, bei denen Zeichnungspreis, Verzinsung und Rückzahlung in Beziehung zu irgendeinem Sachwert gebracht wurden. Roggen-, Kohlen-, Kali-, Holz-, Goldwertanleihen, auch Dollaranleihen, Gold- und Roggenpfandbriefe kamen an den Markt, nachdem oft eigens Institute für diese Art Geschäfte errichtet worden waren. Das Gegenstück dazu waren wertbeständige Hypotheken. Der Nominalzins lautete Ende 1923 durchweg auf 5%, selten auf 6%. Dabei mag wohl der Gedanke mitgespielt haben, daß für „wertbeständige" Anleihen überhaupt ein Zins „normal" sei, der in Vorkriegszeiten, als wir „normale" oder „stabile" Verhältnisse hatten, üblich bezw. noch nicht ganz erreicht war. Auf den herrschenden Kapitalmangel, welcher einen höheren Zins bedingt, wurde wenig Rücksicht genommen. Dennoch waren die Anleihen meist schnell ausverkauft, da die gesamte Betonung auf „Wertbeständigkeit" und „Erhaltung des Vermögens" gelegt wurde. Mit Erreichung der stabilen Währung änderte sich jedoch das Bild. Nicht nur, daß die Ueberwertung der

[110]) **Frankfurter Zeitung** v. 12. 6. 1925.

Anleihen revidiert wurde, — in einzelnen Fällen war der Kurs der Anleihen bis auf 200% der Wertgrundlage gestiegen —, die Kurse sanken vielmehr bis auf 40 und 30% herab. Dies war aber der natürliche Ausdruck dafür, daß der Landeszinsfuß wesentlich über dem Nominalzinsfuß der Anleihen hinausging. Es kommt noch hinzu, daß der für die Anleihen auszuzahlende Zins nach Preisen berechnet wurde, welche mehrere Monate, teilweise ungefähr ein Jahr [111]) vor dem Zinstermin für die Wertgrundlage notiert worden waren, sodaß die Zinsbeträge im ersten Halbjahr 1924 selbst bei großen Kapitalsummen oft nur Pfennigbeträge ausmachten. Eine brauchbare Rentabilitätsberechnung ist demnach insbesondere da nicht anzustellen, wo die Preise der Wertgrundlage sehr schwankten und weiterhin dort nicht, wo die Zinsen nach zurückliegenden Preisen berechnet wurden. Aber soweit die Berechnung einigermaßen angängig ist, zeigt sich, daß die Rendite 5%iger Anleihen auf 7—10½% Anfang Februar und auf 12—16% Anfang Mai 1924 gestiegen ist, um alsdann wieder bis auf 10—12½% Anfang Juli und 8—11½% im August 1924 zu fallen. [112])

Dank der allmählichen allgemeinen Richtung zur Kreditgewährung auf wertbeständiger Basis wuchs diesen wertbeständigen Anleihen und Pfandbriefen die Rolle zu, welche vor dem Kriege die Staats- und Kommunalanleihen, Industrieobligationen und Pfandbriefe etc. gespielt hatten. Mitte April 1924 waren 82 wertbeständige Anleihen an der Berliner Börse amtlich notiert.

Die größte Bedeutung haben die Roggen- und Goldanleihen bezw. -Pfandbriefe erlangt. Von diesen traten die Roggenemissionen im Laufe des Jahres 1924 vollkommen zurück. Die Goldemissionen setzten sich durch. Mußten doch die übrigen Papiere auch die starken Preisschwankungen ihrer Wertgrundlage mit durchmachen, wodurch sie sich wenig zur Kapitalsanlage eigneten. Ende 1923 wurden in Berlin erst zwei Goldemissionen notiert. Anfang 1924 kamen sie aber mehr zum Vorschein und seit April/Mai wurde überwiegend Gold als Grundlage gewählt. Ende 1925 entfielen auf Roggenemissionen kaum noch 20% des Gesamtumlaufs.

Eine Anleihe oder eine bestimmte Sorte Pfandbriefe, deren Entwicklung uns die Lage am Kapitalmarkt von 1923 bis 1928 in

---

[111]) wie bei der Braunkohlen-Roggenanleihe des Staates Hessen.
[112]) Die Zahlen stammen teilweise aus der „Wirtschaftskurve", teilweise sind sie aus den Kursen selbst errechnet.

ähnlicher Weise widerspiegelt wie die 3½%ige Deutsche Reichsanleihe vor dem Kriege, gibt es nicht. Dafür bestehen im wesentlichen zwei Gründe. Einmal die Tatsache, daß Staatsanleihen im Jahre 1924 und 1925 überhaupt noch nicht herauskamen, sodann der mehrfache Uebergang zu einem anderen Anleihe- oder Pfandbrieftyp. Wir unterziehen deshalb zweckmäßig die einzelnen Teilmärkte einer kurzen Betrachtung.

Es wurde bereits die Tatsache erwähnt und erklärt, daß die Führung auf dem gesamten Anleihemarkt allgemein von den Pfandbriefen übernommen wird. Das hat sich insbesondere in den Jahren seit der Stabilisierung gezeigt. Zweifellos haben die Pfandbriefe beim Zinsabbau der Festverzinslichen schrittmachend gewirkt, und man tut gut, sich die Entwicklung auf dem Pfandbriefmarkte vor Augen zu halten, wenn man Rückschau halten will über die Zinsentwicklung der Staats-, Kommunal- und Industrieanleihen. Die bedeutungsvollsten Pfandbriefe sind dabei diejenigen der privaten Hypothekenbanken.

Ende 1923 war, wie gesagt, der 5%ige Pfandbrief üblich. Er blieb es auch noch im ersten Halbjahr 1924. Im Februar 1924 wurden zwar 6 und 7%ige Pfandbriefe emittiert, sie blieben jedoch vereinzelt und fanden vorläufig ebenso wenig Anklang wie die zwei Jahre später (April und Dezember 1925) hie und da herausgebrachten 9%igen. Der 5%ige Zinstyp entsprach jedoch nicht den Verhältnissen am Kapitalmarkt. Nachdem auch 6 und 7%ige versagt hatten, kam unsicher und tastend nach erfolgter behördlicher Genehmigung im Juli 1924 der 10%ige Pfandbrief heraus, der nun die Führung übernahm. Im Oktober erschien an der Berliner Börse erstmalig auch der 8%ige Pfandbrief, der nun 1924 noch verschiedene Emissionen erlebte, begleitet hier und da von einem andersartigen Typ, wie etwa dem 7½%igen der Bayerischen Handelsbank Bodenkreditanstalt im Oktober 1924.[113]) Ende 1924 bildeten die zehnprozentigen Pfandbriefe noch fast die Hälfte des Pfandbriefumlaufs, die 8%igen kaum erst ein Viertel. Doch 1925 erschienen die 8%igen in größerer Anzahl und sogar in stärkerem Maße als die 10%igen, wobei diese im letzten Halbjahr 1925 wieder fast ebenso häufig gewählt wurden wie jene. Auch der Anfang des Jahres 1926 stand noch unter dem Zeichen des 10%igen Zinses. Doch

[113]) Jahresbericht 1924.

schon Januar 1926 war zwischen den privaten und öffentlichen Realkreditinstituten das Abkommen getroffen worden, keine weiteren zehnzinsigen Emissionen aufzulegen und über 8% nicht mehr hinauszugehen.[114]) Im ganzen beherrschte 1926 der 8%ige Pfandbrief den Markt. Doch schon seit Mai trat der 7%ige Typ in Erscheinung, der dem 8%igen gegen Ende des Jahres den Rang derart streitig machte, daß er im Dezember fast nur noch angewandt wurde und in den letzten Wochen des Jahres eine neue Vereinbarung zustande kam, von 1927 ab die Ausgabe 8zinsiger Papiere einzustellen.[115]) Und schon im Januar/Februar 1927 erhielt der 6%ige Typ die führende Rolle und auch der 5%ige bahnte sich an.[116]) Doch dies war ein totgeborenes Kind und hatte nach kurzer Zeit die praktische Bedeutung verloren. Um diese Zeit konvertierten die Landschaften mit Hilfe der Reichsbank den zehnprozentigen Pfandbrief und die darauf gewährten Ausleihungen auf 7%.[117]) Die ostpreußische Landschaft ist für sich allein noch einen Schritt weitergegangen, indem sie unter Heranziehung amerikanischen Kapitals auch ihre 8%igen Pfandbriefe auf 6% konvertiert hat.[118]) Auch verschiedene andere Hypothekenbanken nahmen in freihändiger Form Konvertierungen vor. Doch auch der 6%ige Typ blieb nur wenige Monate führend. Im März 1927 wurde es schon schlechter, im April/Mai 1927 stagnierte der Hypothekenmarkt sozusagen vollständig. Anfang Juni brachte eine kleine Belebung im Absatz. Aber schon war der 7%ige Pfandbrief wieder zur Regel geworden, und die fortwährende Verschlechterung am Kapitalmarkt ließ Juli/August den 8%igen wieder zum Vorschein kommen, der dann bald die beherrschende Rolle wieder einnahm und diese bis 1928 hindurch behielt.

Die einfache Ueberlegung, daß es nur dann Sinn hat, zu einem niedrigeren Pfandbrieftyp überzugehen, wenn der Kurs des bisherigen höheren den Parikurs überschreitet bezw. erreicht, und

---

[114]) Jahresbericht der Bayerischen Handelsbank, Bodenkreditanstalt 1925 und der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank 1925.

[115]) Jahresbericht der Gemeinschaftsgruppe Deutscher Hypothekenbanken.

[116]) Die 500 Millionen-Anleihe des Deutschen Reiches.

[117]) Magazin der Wirtschaft, 1927, S. 211.

[118]) Vossische Zeitung vom 20. 3. 1927.

zu einem höheren Typ, wenn der bisherige niedrigere zu sehr im Kurs fällt, läßt die Gründe des geschilderten Vorgangs vermuten.

An Hand der folgenden Tabelle können wir die Entwicklung des Pfandbriefkurses und der Rendite unter Betrachtung weiteren Zahlenmaterials einigermaßen verfolgen.[119])

Tabelle Nr. 10.

Durchschnittskurse und Durchschnittsrendite der Goldpfandfriefe 1929.

	5 %	6 %	7 %	8 %	10 %	Durchschnitt	5 %	6 %	7 %	8 %	10 %	Durchschnitt
	Kursniveau						Rendite					
1924						1924						
Jan.	64,68	.	.	.	.	.	7,80	.	.	.	.	.
Febr.	64,45	.	.	.	.	.	7,78	.	.	.	.	.
März	54,76	56,49	80 71	.	.	.	9,16	10 74	8,69	.	.	.
April	47,90	44,05	75,00	.	.	.	10,51	13,69	9,34	.	.	.
Mai	39,53	37,66	64,75	.	.	.	12 76	16 03	10,85	.	.	.
Juni	37,56	39,50	60 00	.	.	.	13 34	15,17	11 65	.	.	.
Juli	44,85	50,26	62 18	90,00	.	.	11 15	11,93	11,24	8 88	.	.
Aug.	53,73	57,59	71,33	85 23	83 02	70,18	9,33	10 43	9,82	9 44	12,34	10,27
Sept	60,13	65,37	80,68	83,92	90 24	76,07	8 34	9,19	8,68	9 07	11,11	9,28
Okt.	59,53	65,04	75 91	83,63	89,21	74,66	8,44	9 25	9 25	9 65	11,38	9,59
Nov.	60,48	67,69	76 89	85,28	89 43	75 95	8,34	8,95	9 15	9,49	11 27	9,44
Dez.	61,33	71 06	79 10	86 48	92,33	78,06	8,25	8,59	8,92	9,37	10,94	9,02
	54,08	.	.	.	.	.	9 60	.	.	.	.	.
1925						1925						
Jan.	68,69	77,23	81,04	87.18	96,41	82,11	7,35	7 88	8,71	9,41	10 47	8,76
Febr.	68 39	78,69	82,88	88,98	97 89	83,37	7,36	7,70	8 48	9 04	10,28	8,57
März	69,29	78,21	83,46	87,89	97,34	83 26	7,23	7 74	8,40	9,11	10,30	8,55
April	68,37	75 67	83,50	86,57	96 04	82,05	7,34	8,00	8 40	9 26	10,45	8,69
Mai	66,86	74 47	83,13	85,69	95,60	81.15	7,43	8,11	8 40	9,33	10,47	8,75
Juni	64,38	71,15	80,06	83 63	92,09	78 26	7,78	8,54	8 74	9,59	10,90	9,07
Juli	62,20	69,98	80,00	82 14	91 46	77,16	8,04	8,71	8,75	9 78	10,99	9 25
Aug.	60,35	69,47	80,03	83,28	91,26	76,88	8,29	8,79	8,74	9 63	11,03	9 30
Sept.	60,77	69,52	80 15	83,26	92,30	77,20	8,21	8,71	8,71	9 61	10,87	9,22
Okt.	62,17	69 90	79 95	82,92	91 48	77,28	8,02	8 68	8,72	9,64	10 97	9,21
Nov.	60,70	68,61	80 02	82 49	90,69	76,50	8,21	8,87	8,72	9,71	11,08	9 32
Dez.	61,29	70,82	80,13	81,14	91.60	77.00	8 15	8,56	8 71	9,90	10 95	9,25
	64 45	72,82	81 20	84,61	93,68	79 35	7 78	8,36	8,62	9,50	10,73	8,99

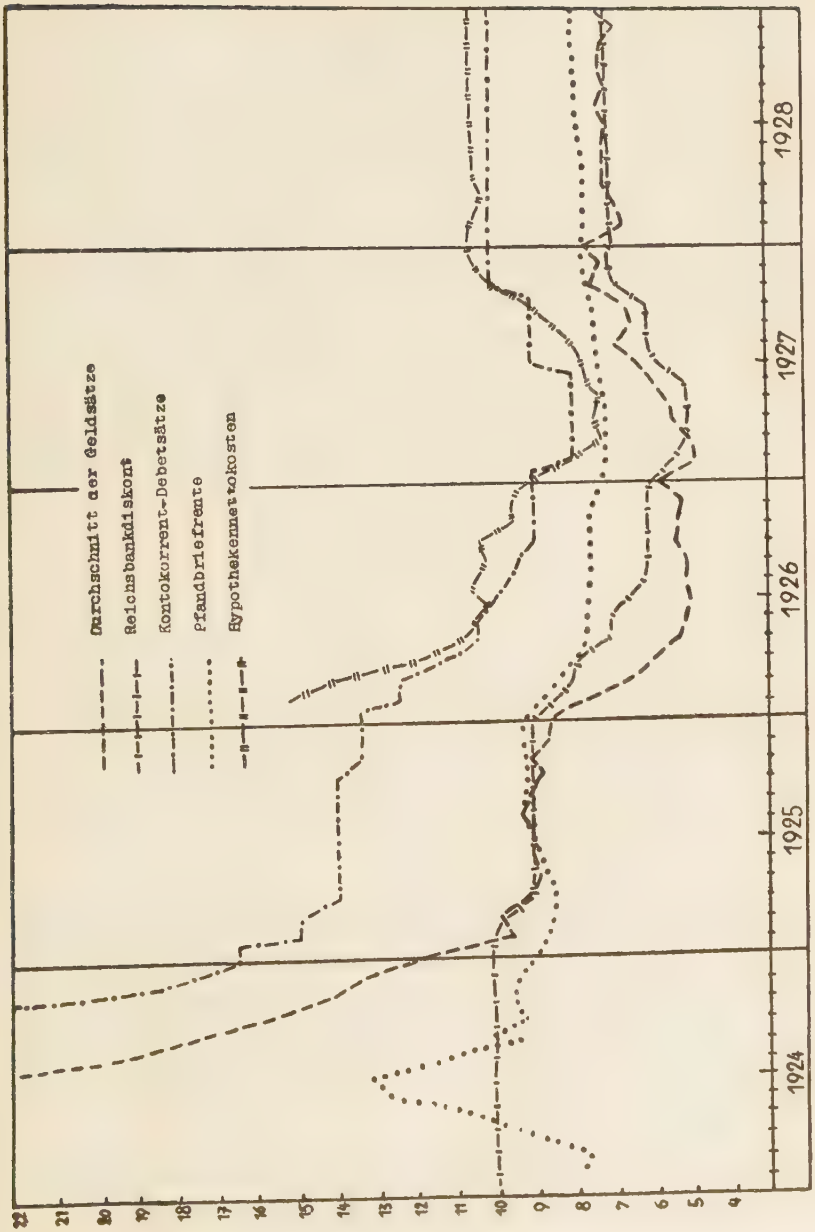
[119]) Von den verschiedenen Kurs- und Renditeberechnungen, welche durchweg im Resultat ein wenig voneinander abweichen, haben wir die Zahlen des Statistischen Reichsamts ausgewählt. Die wichtigsten sonstigen Indices werden gebracht vom Berliner Tageblatt, von der Frankfurter Zeitung, Vossischen Zeitung, dem Berliner Börsen-Courier, dem Deutschen Volkswirt sowie von einigen Banken, wie der Deutschen Bank und der Diskontogesellschaft. Die Methode des Aufbaus ist verschieden. Der Index des Statistischen Reichsamts ist repräsentativ. Es werden je 10 Papiere der

Fortsetzung Tabelle Nr. 10.

	5 %	6 %	7 %	8 %	10 %	Durchschnitt	5 %	6 %	7 %	8 %	10 %	Durchschnitt
	Kursniveau						Rendite					
1926						1926						
Jan.	66,54	75 76	80,76	83 98	95,47	80,50	7,53	7,96	8,65	9 52	10,47	8,83
Febr.	71,84	80 99	83 94	90 11	100,29	85 43	6,98	7 43	8 34	8,88	9 97	8 32
März	76,38	83,83	86 71	94 45	103,24	88 92	6 56	7 17	8 07	8 47	9,69	7,99
April	82 40	88,37	91,68	98,38	103,97	92,96	6,08	6 79	7,63	8 13	9,62	7,65
Mai	82,11	87,81	91,70	97 88	103,72	92 64	6 10	6 83	7 63	8,16	9,63	7,67
Juni	81,38	87,49	92,73	98 22	103,75	92,71	6 17	6 87	7,55	8 15	9 61	7,64
Juli	82,46	89,11	94,08	98 49	105,05	93 84	6,08	6,74	7 44	8 12	9,52	7,58
Aug.	83,45	90,05	94 44	98,84	105,01	94 36	6 00	6 66	7 40	8,08	9,51	7 53
Sept.	83,91	90 38	94 84	98,98	103 91	94,40	5,96	6 63	7 36	8 06	9,61	7 53
Okt.	84 36	89,69	95,37	99 14	103 93	94 50	5 93	6 68	7,32	8,05	9,60	7,52
Nov.	85,98	89 53	96,08	99,75	103 98	95,06	5 82	6,70	7 28	8 01	9,61	7,49
Dez.	90 53	94 51	98 42	101 24	103 61	97,66	5,52	6 34	7,10	7 89	9,64	7,29
	80,94	87,29	91,73	96,62	102 99	91,91	6,23	6,90	7,65	8 29	9 71	7 75
1927						1927						
Jan.	93,27	97,46	100,70	103,19	105 30	99,98	5 37	6,16	6,96	7,96	9,52	7,15
Febr.	91,14	98,95	102 72	103 59	105 31	100 94	5,32	6,07	6,83	7,74	9 52	7 10
März	92,90	98,54	102,23	102 81	105 86	100,47	5,39	6,10	6,86	7 80	9 57	7 14
April	91,67	98 00	101 80	102,93	106 08	100,10	5,47	6,14	6,89	7 79	9 46	7 15
Mai	90,45	97 51	101,43	102,45	105,75	99 52	5,55	6,18	6,93	7 84	9 50	7,20
Juni	86 71	96 00	100,22	101,35	105 65	97 99	5,80	6,27	7,01	7,93	9,50	7,30
Juli	85,51	95,26	99,22	100,94	105,70	97,33	5 87	6,31	7,06	7,93	9,48	7,33
Aug.	85 97	94,68	98 36	100,24	105,37	96,92	5 84	6,34	7,12	7 99	9 50	7 36
Sept.	84,83	93 64	97 03	100,33	105,10	96 19	5,91	6 41	7,22	7 98	9 52	7,41
Okt.	82 02	91,62	95 42	99 50	104,22	94 56	6,11	6,55	7,33	8,03	9 59	7,52
Nov.	80,15	90,53	93 53	97,78	103 34	93 07	6,26	6,63	7,49	8,18	9,68	7,65
Dez.	82 13	90 11	93 21	97,82	103 88	93 43	6 10	6,67	7,52	8 18	9 63	7,62
	87,48	95,19	98 82	101,77	105 13	97,54	5,57	6,32	7,10	7 93	9,54	7,33
1928						1928						
Jan.	83,27	89,90	93,43	98,12	105,21	93,99	6 01	6,67	7 49	8,15	9,51	7,57
Febr.	82,49	88,97	93,05	98,01	104,89	93,48	6 06	6,47	7,52	8,16	9,53	7,61
März	80,97	88,56	92,14	97 55	104,49	92 75	6,18	6,78	7,60	8,20	9,57	7,66
April	80,69	88,05	91 65	97,46	104,14	92,40	6 20	6,82	7,64	8 21	9 60	7,69
Mai	80,66	87,11	90,95	97 31	104,11	92 03	6 20	6,89	7,70	8,22	9,61	7,72
Juni	80,59	86 45	90,24	97 18	104 25	91,75	6 20	6,94	7,76	8,23	9,59	7,75
Juli	80,51	85 73	89,44	97,20	104,18	91,41	6,21	7,00	7,83	8 23	9,60	7,77
Aug.	80 07	85,26	88,60	97 10	103 96	91,00	6,25	7,04	7 90	8,24	9 62	7 81
Sept.	80,02	84,63	87 99	96,89	103,49	90,61	6,25	7,09	7,96	8,26	9 66	7,84
Okt.	79,53	84,19	87,82	96'78	102,92	90,25	6,29	7,13	7,97	8,27	9,72	7 87
Nov.	79,73	83,90	87,72	96 55	102 85	90,15	6,27	7,15	7,98	8 29	9 72	7,88
Dez.						90,22						7,86

einzelnen Gruppen ausgewählt. Der Deutsche Volkswirt legt alle notierten Papiere zugrunde; ebenfalls repräsentativ und für die Beurteilung der Börsentendenz besonders geeignet ist der Index des Berliner Tageblattes (vergl. B. T. v. 9. 1. 1927) dank der Auswahl der Papiere, ferner auch der der Frankfurter Zeitung (vergl. Frankf. Zeitung Nr. 846 v. 13. 11. 27). Doch der Index des Reichsamtes

Schaubild **7.**


Durchschnitt der Geldsätze
Reichsbankdiskont
Kontokorrent-Debetsätze
Pfandbriefrente
Hypothekenmietkosten
1924
1925
1926
1927
1928
22
21
20
19
18
17
16
15
14
13
12
11
10
9
8
7
6
5
4

Die Kursgestaltung der einzelnen Pfandbrieftypen ist während unserer Periode nicht durchaus einheitlich gewesen. Nicht nur, daß die Bewertung der einzelnen Papiere untereinander in den niedriger verzinslichen Gruppen viel gleichmäßiger war — das Moment der „Bonität" wirkt sich bei höher verzinslichen Gruppen und größeren Zahlen natürlich in weiteren Spannungen aus —, sondern die niedriger verzinslichen Papiere standen auch immer relativ höher im Kurse, ihre Rente (yield) war niedriger. Dafür mag eine Begründung vorausgeschickt werden. Theoretisch müßten die Kurse sich so gestalten, daß der Ertrag der Papiere der gleiche wäre, sei es, daß die höher verzinslichen einen noch höheren Preis, sei es, daß die niedriger verzinslichen einen niedrigeren erzielten, als es tatsächlich geschehen ist. Daß aber die Kurse der niedriger verzinslichen Typen verhältnismäßig hoch waren, höher, als es dem eigentlichen Landeszinsfuß wohl entsprach, kann u. E. nur mit der spekulativen Chance erklärt werden, welche dem Käufer der niedriger verzinslichen Pfandbriefe und Anleihen in Aussicht stand, und zwar solange in Aussicht stand, wie der Zins eine allgemein sinkende Tendenz zeigte. Bei den hochzinsigen Papieren ist eine Konversion viel eher wahrscheinlich als bei den übrigen. Wer daher niedriger verzinsliche Papiere kaufte, konnte schon damit rechnen, sich die entsprechende Rente für lange Zeit gesichert zu haben oder bei sinkendem Zins einen entsprechenden Kursgewinn zu erzielen. Bei Ueberparibewertung, die zuerst bei hochverzinslichen Typen eintritt, steht eine Konversion im Hintergrunde. Diese Erwartung des Käufers bei weit unter pari stehenden Emissionen ist auch in weitem Umfange in Erfüllung gegangen, solange der Zinsfuß sich senkte.[120])

Die ersten Monate des Jahres 1924 brachten als Ausdruck des allgemeinen Kapitalmangels und der Zinssteigerung einen fortwährenden Kursfall der Festverzinslichen, der, wie schon angedeutet, bei den einzelnen Zinstypen nicht genau gleichmäßig vor sich ging. Die 5 und 7prozentigen Goldpfandbriefe zeigen mit 13,34 bezw. 11,65% im Juni die höchste Realverzinsung, die 6%igen mit 16,03% im Mai. Wir erinnern uns, daß beim Kontokorrentkredit und am offenen

---

geht am weitesten zurück und ist den wenigsten Veränderungen in der Art des Aufbaus unterworfen gewesen.

[120]) Vergl. hierzu die Ausführungen auf Seite 106 u. 107

Geldmarkt, abgesehen von dem zu Anfang des Jahres noch geltenden „Papiermark"zinsen, in der ersten Maihälfte der Höhepunkt erreicht war. — Von da ab erfolgt mit einem allgemeinen Rückschlag im Oktober ein stetiges Absinken der Rendite bis März 1925. Das Interesse für Pfandbriefe begann während dieser Periode sich zu beleben, wenngleich die untergebrachten Beträge noch keinen großen Umfang annahmen. Namentlich die seit Juli aufkommenden zehnprozentigen Papiere konnten leichter abgesetzt werden. Die Preußische Pfandbriefbank z. B. hatte ihre erste Ausgabe zehnprozentiger Pfandbriefe in Höhe von 10 Millionen Goldmark Ende September 1924 ausverkauft, die zweite folgte bald. Der Kurs der ersten Serie notierte Anfang November 1924 92%, Anfang Februar 1925 gut 98%.Die zehnprozentigen Goldpfandbriefe der Gothaer Grundkreditbank notierten Anfang November 1924 91%, die der Preußischen Centralboden-Kredit A.-G. 95%. Andere lagen dazwischen. Zehnprozentige landschaftliche Pfandbriefe notierten knapp 80%. Die Kursdifferenz zwischen landschaftlichen und den soeben genannten Pfandbriefen soll auf technische Gründe zurückzuführen sein.[121]) Die Landschaften waren nämlich bis Ende des Jahres satzungsgemäß verpflichtet, den Kreditbedarf der Landwirte ohne Rücksicht auf die Aufnahmefähigkeit des Marktes durch Hergabe von Pfandbriefen zu decken.[122]) Das wirkte sich vor allem auf dem Markte der landschaftlichen Pfandbriefe ungünstig aus. Auch später haben die landschaftlichen Pfandbriefe zeitweise nicht ganz mit denen privater Hypothekenbanken Schritt halten können, wohl infolge der anderen Darlehens- und Kurspolitik. Von März 1925 ab zeigen die Kurse eine im ganzen bis November 1925 anhaltende sinkende, die Rendite demnach eine steigende Richtung. Alsdann kommt wieder eine steigende Bewegung in die Kurse, die ohne Unterbrechung, von minimalen Rückschlägen abgesehen, bis Februar 1927 fortdauert, und zwar zeigt die Kurve der Rendite (Durchschnitt, vergl. Schaubild 7) einen steilen Abfall bis April, einen ganz allmählichen bis November 1926 und wieder einen stärkeren bis Februar 1927. Die Kurssteigerung betrug verschiedentlich in den ersten Monaten des Jahres 1926 in wenigen Wochen mehr als zehn Prozent. Zehnprozentige Pfandbriefe erreichten im Januar 1926, achtprozentige zum Teil im März (im Durchschnitt etwa November)

[121]) Vossische Zeitung vom 12. 11. 1924.
[122]) Bankarchiv, 1925/1926, S. 227.

den Paristand, siebenprozentige auch schon im Dezember. Abweichungen von der allgemeinen Kursgestaltung kamen natürlich vor (Bonität und andere Dinge).[123]) So überschritten zehnprozentige Preußische Zentralbodenkredit A.-G.-Pfandbriefe schon im Februar 1925 die Parigrenze, die jedoch im Sommer 1925 nicht innegehalten werden konnte. Andere Pfandbriefe zeigen 1925 gar keine Kursschwankungen auf, wie etwa 7½%ige und 5%ige Pfandbriefe der Bayerischen Handelsbank Bodenkreditbank, die das ganze Jahr hindurch auf 83% bezw. 72% gehalten wurden. Aber diese Abweichungen interessieren uns hier weiter nicht, wo es sich um die Aufzeichnung der allgemeinen Linie handelt.

Februar 1927 war es mit der weiteren Kurssteigerung und damit dem weiteren Fall des Zinses auf dem Wertpapiermarkt vorbei. Wir erleben wieder ein Ansteigen, welches im Dezember 1927 wieder durch einen kleinen Abstieg abgelöst wird. Die Rendite war bis Ende 1927 wieder auf den Stand von April-Juni 1926 angelangt.

Freilich ist der Kursrückgang im Jahre 1927 ebenso wenig einheitlich gewesen wie vorher die Kurssteigerung. Am stärksten war der Kursfall der 5%igen Pfandbriefe. Dies lag aber wohl daran, daß deren Kurse „in Erwartung einer raschen Annäherung der Zinssätze an das Vorkriegsniveau. . . . übertrieben gesteigert worden waren".[124]) Sonst erlitten landschaftliche Pfandbriefe den stärksten Kursfall. Hypothekenbanken haben interveniert und aufgenommene Papiere außerhalb der Börse unter Gewährung von Bonifikationen bei Auferlegung von Sperrfristen bis zu einem Jahr teilweise wieder abzusetzen versucht.

Das Jahr 1928 bringt nach einer kleineren Senkung im Januar ein weiteres allmähliches Ansteigen der Rendite bis auf 7,87% im Oktober, den Stand von ungefähr März/April 1926. Bei den niedriger verzinslichen Typen ist auch 1928 die Steigerung der Rendite bezw. der Kursfall des Papiers stärker als bei den höher verzinslichen, am stärksten bei den 6 und 7%igen.

2. Hypotheken.

Es wurde oben bereits erwähnt, daß die privaten und öffentlich-rechtlichen Realkreditinstitute vor dem Kriege mehr als ein

[123]) Verschiedenheit der gewährten Sicherheiten, Menge der Tilgungszeiten, Tilgungsbestimmungen und Emittierungsart neuer Emissionen derselben Anstalt oder Körperschaft.

[124]) Wirtschaftskurve 1927, S. 226.

Viertel des gesamten Hypothekenbestandes auf sich vereinigten. In der Zeit der Stabilisierung hat sich ihr Anteil noch wesentlich vergrößert. Der private Hypothekenkredit ist in weitem Maße zurückgedrängt. Die Sparkassen und Lebensversicherungsanstalten haben sich erst später dem Realkreditgeschäft wieder gewidmet. Man kann wohl sagen, daß die Hypothekenbanken lange Zeit maßgebend und ihre Bedingungen die führenden waren. Und zwar derart führend, daß die Arbeit der Realkreditanstalten fast zu einer reinen Vermittlertätigkeit zwischen Geldnehmern und Geldgebern, d. h. zwischen Geldnehmern und den Käufern der Pfandbriefe und Obligationen geworden war. Doch ohne diese Vermittlung gab es fast keinen ordentlichen Realkredit. In weit stärkerem Maße und viel deutlicher als vor dem Kriege waren die Bedingungen des Hypothekarkredits von der Lage am Pfandbriefmarkte abhängig.

Doch es ist überaus schwierig, namentlich von den ersten beiden Jahren stabiler Währung, ein objektives Bild von der Belastung des Hypothekenschuldners zu bekommen. Mit Sicherheit kann man vielleicht nur zweierlei sagen: daß es erstens eine ausgeglichene Preisbildung auf dem Hypothekenmarkte nicht gab, sie vielfach eher als „wild" zu bezeichnen war und daß zweitens die Belastung im allgemeinen sehr schwer war. Namentlich für einzelne private Hypotheken trifft dies zu.

Es sind Fälle mit einer Belastung bis zu 100% Jahreszins bekannt geworden. In einem Falle machten die Zinsen, Provisionen, Nebengebühren usw. eine Gesamtbelastung von 120% pro Jahr aus, doch handelte es sich dabei um eine dritte Hypothek,[125]) in einem anderen Falle waren es 60%.[126]) Bei den 1926 und 1927 in Berlin stattgefundenen 3275 Grundstücksversteigerungen waren in vielen Fällen hochverzinsliche Hypotheken aus der ersten Zeit fester Währung die Ursache gewesen. Zinsen von 15—36% p. a. hatten nicht herausgewirtschaftet werden können.[127]) Eine Immobilienfirma forderte 15% Jahreszinsen und 29½% einmalige Spesen.[128]) Das sind bei 5jähriger Beleihung zirka 20% p. a. Sätze von 16, 18, 20, ja 24% p. a. kamen öfter vor.[129])

[125]) Voss. Ztg. v. 4. 8. 1926.
[126]) Ebenda.
[127]) Voss. Ztg. v. 15. 1. 1928.
[128]) Frkfr. Ztg. v. 17. 8. 1924.
[129]) Voss. Zeitung v. 4. 5. 1926.

Im Januar 1924 traf die Reichsbahn mit der Gemeinschaftsgruppe Deutscher Hypothekenbanken ein Kreditabkommen, wonach die Gemeinschaftsgruppe der Reichsbahn 100 Millionen Reichsmark nominal hypothekarisch sichergestelltes Darlehen gewähren wollte. Die Bedingungen waren folgende: Das Darlehen wird gegeben in 6%igen eigens zu diesem Zweck geschaffenen Pfandbriefen, welche bis 30. 9. 1933 unkündbar und von da ab eventuell mit 3% zu amortisieren sind. Die Reichsbahn zahlt die Druckkosten sowie als Kosten der Börseneinführung eine Pauschsumme von 7 Millionen Mark, die sofort in Pfandbriefen zum Nennwerte einbehalten werden. Außerdem zahlt die Reichsbahn 3% Absatzprovision des Verkaufserlöses der durch die Gemeinschaftsgruppe an das Publikum zu verkaufenden Pfandbriefe. Weiter sind halbjährlich ½% der Darlehenssumme als Verwaltungskostenbeitrag zu entrichten.[130]) Der Kurs derartiger Pfandbriefe betrug damals 55—60%. Nehmen wir den Kurs von 60% an, so war die Gesamtbelastung, falls die Rückzahlung 1933 (also nach 9 Jahren) erfolgte, ohne Berücksichtigung der Zinseszinsen jährlich zirka 14,6%. Dabei konnte doch die Reichsbahn als potentester Schuldner gelten. Und dabei war Hypothekengeld im Januar 1924 noch weit billiger als später. Die Anleihe selbst ist infolge Einspruchs des Reichsbahnkommissars nicht zustande gekommen.

Die Beleihungsgrenze war vielfach die $1^1/_2$- bis $2^1/_2$-fache Friedensmiete und stieg hier und da bis Ende 1926 auf die $3^1/_2$—4 und 5fache. Wo höhere Beleihung zugestanden wurde, war der Zins entsprechend teurer.[131]) In anderen Fällen nahm man den 25 bis 32%igen Wehrbeitragswert als Grenze usw.[132])

Das Darlehen wurde 1924/25 sehr oft in Pfandbriefen hingegeben. Manchmal wurden dieselben lombardiert, meist mußten die Kreditinstitute sofort zur Beschaffung von Bargeld in Anspruch genommen werden. Dabei waren hohe einmalige Abzüge üblich zur Deckung der von den Hypothekenbanken an Banken und Bankiers zu zahlenden Bonifikationen, welche 3, 4, 5, ja in einzelnen Fällen

---

[130]) Berliner Börsenzeitung v. 19. 1. 24 sowie Auler, Wilh.: Das Pfandbriefgeschäft als Kapitalquelle der deutschen Hypothekenbanken, Berlin 1926, S. 71.

[131]) Industrie- und Handelszeitung v. 31. 12. 1926.

[132]) Frkf. Ztg. v. 15. 2. 1925, sowie I.- u. H.-Ztg. v. 31. 12. 1926.

6% betrugen, als Abschlußprovisionen, Kosten der Börseneinführung usw. Zur Deckung der Verwaltungskosten wurde der Jahreszins zunächst um 2½%, später um 1 bis ½% über dem der Pfandbriefe festgesetzt.

Nach der Kölnischen Zeitung vom 14. 11. 1924 war es um diese Zeit hier und dort üblich, für auf Grund von 8%igen Pfandbriefen gewährte Darlehen einen Zinssatz von 11½ bis 9% festzusetzen und je nach Zins einen einmaligen Abzug von 15–22% vorzunehmen. Das machte dann beim damaligen Kurs der Pfandbriefe von 80—83% — das Disagio ging natürlich auch zu Lasten des Kreditnehmers — eine Gesamtbelastung von zirka 19—22% pro Jahr aus.

Die Berichte über die Effektivkosten der Hypotheken in den Jahren 1924 und 1925 gehen sehr weit auseinander.

So kosteten nach der Kölnischen Zeitung vom 18. 3. 1925 um diese Zeit Hypothekendarlehen der Stadtschaft der Provinz Brandenburg im Minimum etwa 14% netto. Wobei die Stadtschaft für Darlehen auf Grund 8%iger Pfandbriefe, die etwa mit 82½% notierten, einen Nominalzins von 10% verlangte, bei zehnprozentigen Pfandbriefen, welche zirka 92½% kosteten, 12% nominal. Außerdem wurde eine Abschlußprovision von 1% berechnet.

Andererseits schreibt die Industrie- und Handelszeitung vom 1. 6. 1926, daß um die Zeit Mai-Juni 1925 bei ersten Hypotheken der Effektivzins nicht selten 20—24% p. a. betragen habe.

Oktober/November 1925 waren unter anderem folgende Bedingungen zu hören: die Bank gibt das Darlehen in 8%igen Pfandbriefen, welche mit etwa 86% an der Börse bewertet wurden. Die Bank übernimmt die Pfandbriefe wieder fast 10% billiger, d. h. zu 76% und bringt weitere 2% als Verwaltungskostenbeitrag in Abzug. Es ist ein Nominalzins von 9% zu zahlen, d. h. 12,16% auf die erhaltene Summe. Bei zehnjähriger Laufzeit macht das zu tilgende Disagio jährlich etwa 3½% der erhaltenen Summe aus, woraus sich zirka 15,66% Jahreslast ergeben.[133]) Die Frankfurter Zeitung schreibt am 15. 2. 1925, daß in Berlin die Nettolast noch um 15% herum betrage, wobei der zu zahlende Zins auf 11 oder

---

[133]) Kölnische Zeitung v. 1. 11. 1925.

12% Nominal festgesetzt würde, also ein bis zwei Prozent über dem Zinssatz der 10%igen Pfandbriefe. Dabei sei das Darlehen in Pfandbriefen zurückzuzahlen. Wenn also bei Fälligkeit die Pfandbriefe über pari notieren, kommt dieser höhere Preis noch als weitere Belastung hinzu. Nach derselben Quelle[134]) haben sich die Bedingungen bis Mitte 1925 wieder verschlechtert. Einige Lebensversicherungsgesellschaften haben 1925 Wohn- und Geschäftshypotheken zu 8% Jahreszinsen bei 90%iger Barauszahlung und 5jähriger Dauer gewährt, d. h. zu einer Totalbelastung von 11% p. a. Sie verlangten aber meist den Abschluß einer Lebensversicherung in der doppelten Höhe der Hypothek, sodaß der Schuldner außer den Zinsen die hohen Prämien aufzubringen hat.[135])

Einzelne Beleihungen allererster Geschäftshäuser wurden vorgenommen zu 12% netto, verschiedene Amortisationshypotheken auf einige 20 Jahre von Geschäftshäusern und Hotels kosteten 13% netto.[136])

Hypothekarisch sichergestellte Wechselkredite waren teilweise billiger zu haben, und zwar bei voller Auszahlung Mitte des Jahres 1925 etwa zu 15—18%, gegen Ende des Jahres etwa zu 13—14% p. a.[137])

Im ganzen war das Bild ein ungünstiges, wozu auch die damals üblichen hohen Bonifikationen und Maklerprovisionen zu ihrem Teil beigetragen haben. Letztere sind in den vorstehend aufgeführten Nettobelastungen noch nicht enthalten und betrugen oft das 5 bis 6fache der Vorkriegszeit, als ½ bis 1% üblich waren.[138]) Wahrscheinlich waren sie manchmal noch höher. Noch im Herbst 1926 waren drei Prozent und mehr gang und gäbe. Ein Vorschlag aus dieser Zeit ging dahin, die Hypothekeninstitute sollten erklären,

---

[134]) Frankfurter Zeitung v. 17. 6. 1925.
[135]) Berliner Tageblatt v. 3. 2. 1926.
[136]) Berliner Tageblatt v. 3. 2. 1926.
[137]) Frankfurter Zeitung v. 17. 6. 1925 und Berliner Tageblatt vom 3. 2. 1926.
[138]) Frkf. Ztg. v. 13. 10. 1926 u. Deutsche Bergwerkszeitung v. 5. 3. 1927.

daß sie keine Hypotheken mehr bewilligen würden, wenn der Geldsucher nicht den Nachweis erbracht habe, daß er sich zu einer höheren Maklergebühr als 2%, höchstens 3%, nicht herbeigelassen habe.[139]) Das war aber auch 1927 nur wenig anders geworden, wenngleich solidere Verhältnisse sich anbahnten.

Die Bonifikationen haben, wie bereits erwähnt, ebenfalls bis zu 6% betragen, auch noch im Jahre 1925. Mehr jedoch waren 4% üblich. Anfang 1926 haben sich auf Betreiben des Sonderausschusses für Hypothekenwesen beim Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes die Hypothekenbanken, die öffentlichrechtlichen Kreditanstalten und die Kreditbanken mit einer Herabsetzung auf 2—3% einverstanden erklärt. Weitere Herabsetzungen folgten 1926, und zwar bis auf 1%. Doch dieser Satz wurde nicht einheitlich innegehaten und „nur auf dem Papier alls normal angesehen".[140]) Die schwierigeren Verhältnisse von 1927 brachten auch hier wieder Erhöhungen.

Sogenannte Normalsätze sind nach Vorstehendem in den Jahren 1924 und 1925 nicht zu erkennen. Doch dürfte der Nettozins nur selten unter 15—16% heruntergegangen sein. Erwähnt doch auch der Jahresbericht der „Gemeinschaftsgruppe" von 1926, daß Anfang 1926 sich noch „eine effektive Zinslast von nicht weniger als 13—15%" ergeben habe. Auch die preußische Hypothekenaktienbank Berlin gibt für Anfang 1926 noch 16% als üblichen Nettozins an.[141])

1926 ist eine weitere Ermäßigung bis auf etwa 9—9½% effektiv eingetreten, 1927 bis Februar eine weitere bis auf zirka 7½%, dann aber kommt wieder eine Steigerung bis auf etwa 10½% im Dezember, also um 3½% in drei Viertel Jahren, eine Ermäßigung ist im darauf folgenden Jahre 1928 auch nicht festzustellen.

Von 1926 an ist es schon eher möglich, ein genaueres Bild von der Belastung zu erhalten. Die Hypothekenbanken sind offener, die Presse widmet der Zinsentwicklung mehr Aufmerksamkeit.

---

[139]) Frkf. Ztg. v. 13. 10. 1926.
[140]) Deutsche Bergwerkszeitung v. 5. 3. 1927.
[141]) Jahresbericht 1926.

Tabelle Nr. 11.

Nach Mitteilungen der Frankfurter Zeitung und der Vossischen Zeitung betrugen die Hypothekennettokosten für erste Hypotheken [142]) in % p. a.:

	1926	1927	1928
Januar	15	8,05	10,40
Februar	13,77	7,5	10,25
März	11,72	7,44	10,35
April	10,71	7,34	10,50
Mai	10,31	7 63	10,50
Juni	10 65	7,76	10,50
Juli	10 40	7,96	10,50
August	10 15	8,51	10,50
September	10 31	8,89	10,50
Oktober	9,50	10,07	10,50
November	9,50	10 34	10,50
Dezember	9,25	10,40	10,50[142*])

Verfolgt man die wöchentlichen Angaben der Vossischen Zeitung, so ergibt sich von Mitte Februar bis Mitte März 1927 eine Steigerung von 1% und in der kurzen Zeit von Anfang September bis Anfang Oktober 1927 wieder mehr als 1%. Unser Schaubild Nr. 7 gibt die tatsächlichen Verhältnisse insofern nicht exakt wieder, als bis Februar 1927 die Ziffern der Frankfurter Zeitung zugrunde gelegt sind, welche Anfang 1927 höher sind als diejenigen der Voss. Zeitung. Am Ende desselben Jahres war das Verhältnis der Ziffern beider Quellen umgekehrt.

Die Belastungen waren weder an den einzelnen Orten noch bei den einzelnen Banken gleich. Einen sehr guten und wahrheitsgetreuen Ueberblick über die Zeit seit 1924 geben u. E. die Bedingungen der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank für langfristige Darlehen aus dem Pfandbrieffonds der Bank. [143]) Diese stellten sich wie folgt:

Januar (März) bis Oktober 1924: Auszahlung in 6%igen Goldpfandbriefen, Zins 6% plus 2—2½% Verwaltungskostenbeitrag; bei Pfandbriefübernahme durch die Bank Disagio zu Lasten des Darlehensnehmers; Vergütung für Geldbeschaffung etc. 7—8% (Kurse siehe weiter unten).

[142]) Von Januar 1926 bis Februar 1927 nach Frkf. Ztg. von März 1927—Dez. 1928 nach Voss. Ztg. Beide Reihen beruhen wieder auf Angaben je einer Hypothekenbank. Die Ziffern der Frkf. Ztg. gelten jeweils fürs Monatsende, die übrigen sind das arithmetische Mittel aus d. wöchentlichen Angaben der Voss. Ztg.

[142*]) 2. Hyp. kosteten 13%.

[143]) Nach frdl. von der Direktion übermittelter Angabe.

Oktober 1924 bis März 1925: Auszahlung in 8%igen Goldpfandbriefen; Zins 8% plus 1½ bis 2% Verwaltungskostenbeitrag; einmalige Vergütung wie vor.

März 1925 bis August 1925: Auszahlung in 8%igen Pfandbriefen, Zins 9½ bis 10%, keine besonderen Verwaltungskosten mehr, da im Zins bereits enthalten; einmalige Vergütung wie vor.

August bis Dezember 1925: Auszahlung in 8%igen Pfandbriefen, Zins 9½%, sonst wie vor.

Ab Januar 1926 Barauszahlung, und zwar:

Januar bis Juli 1926 zu durchschnittlich 92—94%, Zins 9%;
August bis Nov. 1926 zu 94½ bis 95%, Zins 8¾%,
Dezember 1926 zu 96%, Zins 8½%.
Januar 1927 zu 94—97%, Zins 6½ bis 7½%.
Februar 1927 zu 94—96%, Zins 6½ bis 7%.
März 1927 bis Mai 1927 zu 93—95%, Zins 6¾—7½%.
Juni 1927 zu 92½ bis 94%, Zins 7¾%.
Seit Juli 1927 Auszahlung 5% unter dem Kurse der 7%igen Feingoldpfandbriefe, Zins 7¾%.[144])

Sämtliche Sätze sind Durchschnittssätze. Daneben wurden in den Jahren 1926 und 1927 für Zwecke des Kleinwohnungsbaues, ebenfalls für die Landwirtschaft und einige Sonderzwecke Darlehen zu etwas günstigeren Bedingungen in begrenztem Umfange aus Sondermitteln gewährt.

Tabelle Nr .12.

Es betrugen die Kurse der

6%igen Goldpfandbriefe			8%igen Goldpfandbriefe			
März 1924	ca. 88 %		November 1924	zirka 84 %		
April 1924	ca. 79 „		Dezember 1924	zirka 84 „		
Mai 1924	ca. 50 „		Januar 1925[144*])	zirka 86	bezw.	83,20 %
Juni 1924	ca. 50 „		Februar 1925	zirka 86	bezw.	84,35 „
Juli 1924	ca. 50 „		März 1925	zirka 88	bezw.	84,75 „
August 1924	ca. 60 „		April 1925			85,75 „
September 1924	ca. 67½ „		Mai 1925			84,90 „
Oktober 1924	ca. 68½ „		Juni 1925			84,50 „
			Juli 1925			84,50 „
			August 1925			84,50 „
			September 1925			84,50 „
			Oktober 1925			84,50 „
			November 1925			84,50 „
			Dezember 1925			84,50 „

[144]) Für die spätere Zeit sind Angaben nicht mehr gemacht. 1928 wurde wieder ein 8%iger Pfandbrief herausgegeben. Die Zinsen waren entsprechend höher.

[144*]) Bis 31. Mai 1925 waren die Stückzinsen im notierten Kurs mitenthalten, die rechte Spalte enthält die von Stückzinsen bereinigten Kurse.

Die Unkündbarkeit der in den Jahren 1924 und 1925 ausgegebenen Goldpfandbriefe erstreckte sich auf einen Zeitraum von 2½ bis 4 Jahren. Nimmt man nun an, daß das aufgenommene Darlehen jeweils nach vier Jahren zu pari zurückzuzahlen ist, so betrug der Effektivzins pro Jahr:

März	1924	ca.	14 —14½%	Juli	1926	ca.	11—11½%
Mai—Juli	1924	„	25½—26 %	Nov.	1926	„	10—10½%
September	1924	„	20 —20½%	Dez.	1926	„	9½—10 %
Oktober	1924	„	17½—18 %	Febr.	1927	„	8— 8½%
März	1925	„	17 —17½%	Juni	1927	„	9¾—10¼%
Aug.—Dez.	1925	„	16½—17½%				

Die tatsächliche Belastung dürfte sich niedriger stellen, weil wohl kaum anzunehmen ist, daß die Darlehen tatsächlich nach vier Jahren zurückgezahlt werden müssen und infolgedessen das Disagio sich auf mehr Jahre verteilen wird. Würde man diese Hypothekarkredite als etwa 20jährige Darlehen betrachten, so ergäbe sich ein wesentlich niedrigerer Effektivzins, Beispielsweise wäre dann der für Mai bis Juli 1924 angegebene Zins um zirka 9—10% niedriger.

Der Jahresbericht der Bank von 1926 sagt, daß Anfang 1926 ein Nominalzins von 9—9½ berechnet wurde bei zirka 76% Nettoauszahlung und daß der Effektivzins auf die Laufzeit normaler Annuitätendarlehen berechnet etwa 13% betrug, am Ende des Jahres bei 7¾ bis 7½% Nominalzins und etwa 94½% Auszahlung rund 8%.

Natürlich ist nicht gesagt, daß alle berechtigten Wünsche zu den vorstehend angeführten in jener Zeit geltenden Sätzen befriedigt wurden. 1926 freilich war es allgemein etwas schwer gegenüber dem flotten Pfandbriefabsatz geeignete Hypotheken zu erwerben. 1927 dagegen trat trotz der schlechten Erfahrungen von 1924/1925 sogar der Brauch wieder ein, das Darlehen in Pfandbriefen zu geben,[145]) freilich nur vereinzelt.

Auch bürgerte sich die Hingabe von Zwischenkrediten bei Bauten wieder ein. Im August 1927 nahmen Privatgesellschaften 8% p. a. zuzüglich 1% pro Monat Provision, d. h. also 20% p. a. effektiv. Die Deutsche Girozentrale und die ihr angeschlossenen Institute forderten jedoch nur 10—12% pro Jahr.[146])

Auch die Sparkassen, welche vor dem Kriege etwa 13 Milliarden Mark in Hypotheken angelegt hatten, waren, als sie sich dem

[145]) Voss. Zeitung v. 12. 6. 1927.
[146]) Vossische Zeitung v. 10. 7. und 7. 8. 1927.

Hypothekarkredit wieder in stärkerem Maße widmeten, im allgemeinen billiger. Es betrugen die Zinsen für Hypotheken der dem Rheinisch-Westfälischen Sparkassen-Verband angeschlossenen Sparkassen: [147])

6. 2. 1925—19. 1. 1926	10–12% p. a.	+	einmalige	Abschlußprovision	bis zu 2%
20. 1. 1926—31. 3. 1926	10%	+	„	„	2 „
1. 4. 2926—15. 4. 1926	9%	+	„	„	2 „
15. 4. 1926—15. 10. 1926	8%	+	„	„	2 „
15. 10. 1926 31. 1. 1927	8%	+	„	„	1 „
1. 2. 1927 15. 7. 1927	7—7½%	+	„	„	1 „
15. 7. 1927 - 15. 10. 1927	7½%	+	„	„	1 „
15. 10. 1927—	8—8½%	+	„	„	1 „

Es ist als besonders vorbildlich anerkannt, daß die Rheinischen Sparkassen anläßlich der Diskontherabsetzung vom 12. 1. 1926 auf 8% „über das allgemeine Maß der vorgenommenen Zinsherabsetzungen hinaus für länger befristete (Hypothekar-) Kredite 10% als Normalsatz festgesetzt haben". [148])

3. Anleihen.

Nachdem wir so den auf dem Gebiete des langfristigen Kredites führenden Pfandbriefmarkt beobachtet haben, dem sich der Hypothekenmarkt als die andere Seite des Geschäftes im wesentlichen anschließen mußte, sollen noch einige Bemerkungen über die sonstigen festverzinslichen Wertpapiere folgen.

Vergegenwärtigen wir uns noch einmal kurz die Zeitpunkte des Auftretens der einzelnen Pfandbrieftypen.

Nachdem die niedriger verzinslichen Gruppen versagt hatten, kommen unsicher und gleichsam sich einfühlend im Juli 1924 10%ige Pfandbriefe heraus, die schon im Oktober 1924 von 8%igen begleitet werden. Zwar behielten 1924 die zehnzinsigen Papiere die Oberhand und behaupteten sich auch noch während des ganzen Jahres 1925, obgleich in diesem Jahre die 8zinsigen mehr bevorzugt wurden, namentlich im ersten Halbjahr. Der 9prozentige Typ war nur eine vereinzelt zur Ausgabe gelangende Zwischenform. Der 8%ige Typ dominierte dann bis in die letzten Monate des Jahres 1926, um alsdann im Dezember dem 7%igen Platz zu machen, der im Januar-Februar 1927 vom 6%igen abgelöst wurde. Aber schon

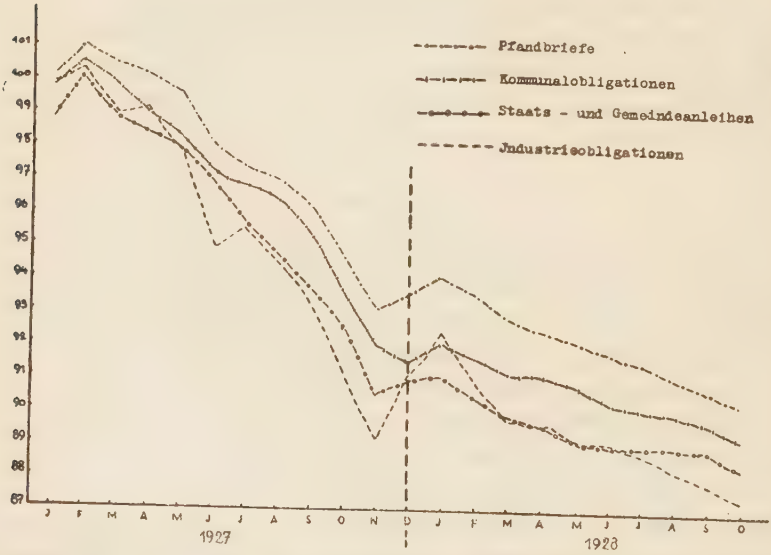
---

[147]) Nach privaten Mitteilungen von Seiten der Geschäftsführung.

[148]) Berliner Börsen-Courier v. 18. 2. 1926.

im Frühjahr 1927 mußte man wieder zu 7% Nominalzins und im Juli/August zu 8% zurückkehren. Freilich nicht allgemein. Hat doch zum Beispiel die Bayerische Regierung zunächst den 8%igen Pfandbrief abgelehnt, wegen der sich dadurch meist ergebenden dauernd größeren Belastung des Kreditnehmers und besonders wegen der kursdrückenden Wirkung auf die niedriger verzinslichen Pfandbriefe.[149]) Allerdings konnte dieser Standpunkt nicht sehr lange aufrecht erhalten werden. Im ganzen haben noch 1927 die 8%igen Pfandbriefe wieder den meisten Anklang gefunden und auch weiter das Jahr 1928 hindurch dominiert.

Schaubild **8.**



Verfolgt man nun die Gestaltung der Zinsen sonstiger festverzinslicher Werte, so läßt sich im ganzen gesehen eine ähnliche Entwicklung erkennen. Aber das Gebiet der Anleihen ist zu vielgestaltig, als daß sich eine einheitliche Betrachtungsweise gewinnen ließe. Die Zinssätze stufen sich nach zwei Gesichtspunkten in den einzelnen Zeitabschnitten, und zwar einmal nach der Person des Schuldners (Staats-, Kommunal-, Provinz-, Stadt-, Kreis-, Industrie-Anleihen), sodann innerhalb jeder Art nach der Bonität.

Als sich zu Beginn des Jahres 1926 die ersten Inlandsanleihen zaghaft hervorwagten, galt eine Nominalverzinsung von 8% als

[149]) Voss. Zeitung v. 25. 10. 1927.

normal, wobei noch ein von 85—90% schwankender Ausgabekurs gewählt wurde.[150]) Die Rendite für den Käufer stellte sich also auf rund 9%. Von verschiedenen Korporationen wurde zwar ein Nominalzins von 10% bei etwa 97½ bis 100% Ausgabekurs gewählt. Erstmalig wich Preußen vom 8%igen Zinssatz ab. Doch seine 6½%igen Schatzanweisungen (nicht zu verwechseln mit den im Oktober 1925 durch die Seehandlung den Banken zu 7¾% angebotenen preußischen Schatzwechseln)[151]) zu 97% sind bis zum 1. September 1929 zu tilgen und also fast kurzfristig. Die Rendite für den Käufer betrug 7,7 bis 7,8%. Die Stadt Berlin wählte zwar 6% Nominalzins, gewährte aber einen Ausgabekurs von 75 und einen Rückzahlungskurs von 105, sodaß die Effektivverzinsung noch 8,4% betrug.

Erst das zweite Vierteljahr 1926 brachte billigere Sätze, besonders für Staatsanleihen. Bis November 1926 wurde keine Anleihe mehr über 7% herausgebracht, aber auch keine unter 6½% bei Ausgabekursen zwischen 100 und 95%. Die Rendite für den Käufer stellte sich auf 8,2—6,7%. Aber keine dieser gut ein Dutzend zählenden Anleihen lief länger als bis 1930. Preußen und die Reichspost schnitten am besten ab bei 6½% Nominalzins mit einer Rendite von 7,1% bei den ersten Emissionen, mit 6,7% im dritten Quartal des genannten Jahres bei den weiteren Emissionen. Hessen, Mecklenburg-Schwerin, Sachsen, Württemberg mußten sich zu 7,8 bis 8% Realverzinsung bequemen bei 6½ und 7% Nominalverzinsung. Thüringen erzielte im Dezember 1926 bei 7% Zinsen und einem Ausgabekurs von 95½ unter Berücksichtigung der Tilgung 7,4% Realzins. Dies war auch die einzige Staatsanleihe, welche von Ende November bis Jahresschluß herauskam.

Viel schwieriger war es bei den Kommunalanleihen, den 10%igen Typ zu verlassen. Zwar waren schon 1924 10%ige, 1925 10 und 8%ige Emissionen herausgekommen, doch es waren nur geringe Beträge gewesen. Im zweiten Quartal 1926 (teils allerdings auch schon im ersten) erschien eine ganze Reihe 8%iger Städteanleihen, die aber je nach Bonität im Ausgabekurs schwankten. Die Deutsche Kommunalanleihe erzielte 95 bezw. 95½%, die Anleihe der Stadt Riesa in Sachsen nur 87%. Die Realverzinsung

[150]) Diese Ausführungen gründen sich, wenn nichts anderes angemerkt ist, auf die laufenden Berichte der Frkf. und Voss. Zeitg.
[151]) Magazin der Wirtschaft 1925, S. 1259.

betrug 8,5 bezw. 9,4%. Erst Köln und Frankfurt wählten einen niedrigen Zins. Köln 6½% bei 97% Auszahlung, Frankfurt 6% bei 85½% Auszahlung. Die Kölner Anleihe, deren Rendite für den Käufer 7,7% betrug, muß am 1. Oktober 1929 getilgt werden. Die Frankfurter mit einer Rendite von 7,2% läuft bis 1951. Ende des zweiten und im dritten Quartal kamen schon mehr 7%ige Kommunal- und Stadtanleihen hervor, und zwar Berlin und Dresden als die ersten mit 8,3 bezw. 8,4% Realverzinsung. Heidelberg und Augsburg erzielten 7,7%, Elberfeld 8,4%, Braunschweig 8,7% bei 8% Nominalzinsfuß. Zwickau mußte noch ganz am Ende des Jahres bei 8% Zinsen und 98¾% Auszahlung für den Käufer einen Ertrag von 8,1% zugestehen. Sonst waren 7%ige Zinsen am Schlusse des Jahres üblich, wobei der Ausgabekurs zwischen 90,75% (Berlin) und 95¼% (Hanau) schwankte, die Realverzinsung dagegen zwischen 8,3 und 7,4%. Bei Provinz- und Kreisanleihen verlief die Entwicklung ähnlich. Zum Schlusse des Jahres waren noch 7½ bis 8% üblich (z. B. Provinzialverband Schleswig-Holstein 7½% bei 7% Nominal und 94% Auszahlung).

Industrieanleihen waren im ganzen fortwährend teurer. Im ersten Halbjahr 1926 mußte durchweg noch ein Nominalzins von 8% bewilligt werden (abgesehen von einzelnen Anleihen gemischtwirtschaftlicher Betriebe, bei denen aber die Laufzeit länger war), und nur allmählich besserte sich der Emissionskurs. Die Frage der „Bonität" machte sich bei den Industrieanleihen besonders bemerkbar. Ueber den Umfang der ausgegebenen Industrieanleihen unterrichtet Tabelle 23, S. 154.

Im Juli erst erfogte durch die Vereinigten Stahlwerke ein Uebergang zu 7% bei 98% Auszahlung. Die Rendite betrug noch 9,1%. Natron-Zellstoff gaben bald darauf eine 7%ige Anleihe zu 96½ heraus, Siemens im November desselben Jahres eine 6½%ige zu 98½ (Renditen 7,4 bezw. 6,6%). Andere Werke mußten noch im Dezember höhere Zinssätze bewilligen. Viele der Emittenten mußten noch 8% Nominalzins bieten. Beim Jahresschluß betrug der Realzins noch 8—9,3%. Nur die besten Werke erzielten 7,3—7,5% Realverzinsung.

Wir hatten oben bei den Pfandbriefen die schnelle Umstellung auf 7 und 6% Nominalzins im Dezember 1926 und Januar 1927 konstatiert. Mit gleicher Schärfe läßt sich dies bei den Anleihen im Dezember 1926 nicht feststellen, wenigstens nicht bei den

Staats- und Industrieanleihen, weil an Staatsanleihen nur eine herauskam (Thüringen) und die Industrie vielfach durch Kapitalserhöhung ihren Bedarf deckte. Doch im Januar und Februar 1927 setzt sich auch bei den Anleihen der 6%ige Typ unverkennbar durch. Alle öffentlichen Anleihen mit Ausnahme der 7%igen des Bezirksverbandes Oberschwäbischer Elektrizitätswerke sowie der gleich noch näher zu behandelnden Reichsanleihe wurden zu 6% herausgebracht. Diese 6%igen Anleihen wurden auch zu hohen Kursen angeboten: Anleihe der Rheinprovinz zu 95, des Freistaates Baden zu 96¾, des Freistaates Bayern zu 97¾ (Rendite 6,2%), der Stadt Mannheim zu 96½, des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes zu 97½%, der Provinz Westfalen zu 100% usw. Von März an war jedoch die Summe der herausgebrachten Anleihen gering und nach Mai war der Markt völlig verödet.

Industrieanleihen konnten so gute Bedingungen nicht erreichen. Der Nominalzins war zwar auch meist 6%, doch die Ausgabekurse schwankten zwischen 92 und 96, der Realzins zwischen 6,4 und 7,3%. Aber auch ein 7%iger Nominalzins mußte oft gewählt werden.

Die billigste Anleihe war die im Februar 1927 aufgelegte 5%ige 500 Millionen Anleihe des Deutschen Reiches. Sie wurde zu einem Kurs von 92% emittiert und zu 90% den Banken überlassen. Bis zum 31. Juli 1934 ist die Anleihe unkündbar. Von da ab erfolgt die Tilgung zu pari in 25 Jahren, falls 1937 oder früher keine Gesamtrückzahlung vorgenommen wird. Unter Berücksichtigung der Rückzahlung betrug die Realverzinsung für den Käufer bei Auflegung zirka 5,7%. Als der Kurs der Anleihe sich nicht halten ließ, ist mit Wirkung vom 1. August 1927 ab (Ablauf der Sperrfrist) der Zinsfuß auf 6% hinaufkonvertiert worden, und zwar geltend bis zum 31. Juli 1934, zu welchem Zeitpunkte die erste Auslosung stattfindet.[152]) Nach Auflegung der Reichsanleihe sind im Jahre 1927 nur noch wenige festverzinsliche Papiere emittiert worden. Die Industrie allerdings erreichte die höchste Ausgabe festverzinslicher Werte seit der Stabilisierung im April 1927. Im übrigen handelte es sich seit etwa Mai 1927 bis zum Ende des Jahres bei den emittierten Festverzinslichen im wesentlichen nur um Schuldverschreibungen der Realkreditanstalten.[153])

[152]) Amtliches Kommuniqué der Regierung.

[153]) Wirtschaft und Statistik 1927, S. 795 ff. und 1928, S. 78. Was in der Emmissionsstatistik unter Staats- und Gemeindeanleihen

Wenn auch die Reichsanleihe auf 6% hinaufkonvertiert werden mußte, so ist doch zu bedenken, daß zur Zeit der Auflegung im Februar 1927 5%ige Obligationen zum Teil schon einen Kurs von 93—96% erreicht hatten (5%ige Pfandbriefe standen im Durchschnitt schon auf zirka 94%). Ausgabekurs und Verzinsung wichen also von der Lage am Kapitalmarkt eigentlich nicht ab. Freilich lag insofern ein Unterschied vor, als die Rückzahlung der Reichsanleihe auf 7 Jahre, die Totalrückzahlung auf 10 Jahre hinausgeschoben wurde, während bei den genannten Obligationen die Rückzahlung — für den Fall weiteren Zinsrückgangs — viel eher im Bereich der Möglichkeit lag und liegt, was sich in einem Kursagio kundzutun pflegt.

Im Jahre 1928 wurden für die meisten Pfandbriefe und Anleihen 8% Nominalzins bewilligt, während bei der allmählichen allgemeinen Kursverschlechterung die Realverzinsung stieg. Eine der billigsten Anleihen war die im Sommer 1928 zu 93% aufgelegte 6%ige 50 Millionen-Anleihe des Freistaates Preußen. Die Rendite für den Käufer betrug 7¾%. Doch ist die Anleihe zu 110% auslosbar und der letzte Rückzahlungstermin das Jahr 1943. Industriegesellschaften mußten bis zu 9,7% Realverzinsung (Papierfabrik Steinbock) bewilligen. Im allgemeinen bewegte sich die Rendite zwischen 8 und 9% mit leichter Steigerung bis zum Spätherbst und Stagnation bezw. kleinem Rückgang in den letzten beiden Monaten des Jahres.

4. Zusammenfassung.

Werfen wir noch einen kurzen zusammenfassenden Blick auf die Gestaltung der Zinssätze von 1924—1928 zurück.

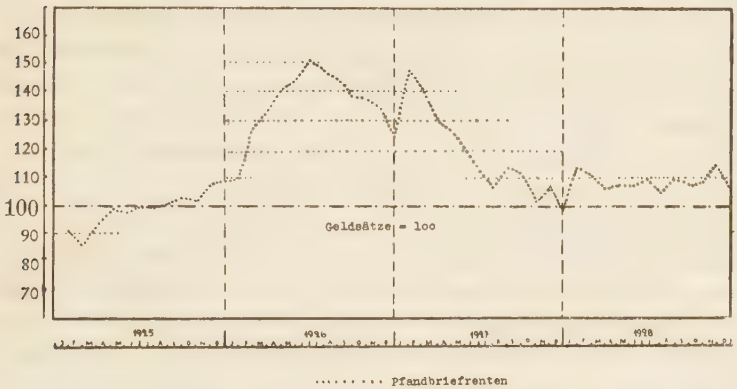
Von schwindelnder Höhe fallen in steiler Linie die Börsengeldsätze und die Sätze für kurzfristige Wirtschaftskredite in den ersten Monaten des Jahres 1924 herab, um im April und Anfang Mai in eine ebenfalls schroffe Steigerung wieder umzuschlagen. Beim täglichen Geld und Monatsgeld wurde die neue Spitze, nach Monatsdurchschnitten gerechnet, im April erreicht, während die absolut höchsten Sätze einzelner Tage sich im Mai und Juni ergaben, in welchen Monaten der höchst notierte Satz doppelt so hoch war wie im Februar und März. Beim Kontokorrent- und

---

von März bis August 1927 erscheint, sind meist noch Abschnitte der 500 Millionen Reichsanleihe.

Wechselkredit war wohl im Mai der Kulminationspunkt erreicht. Die Rendite der Goldpfandbriefe hatte in den ersten Monaten im Gegensatz zu den Geldsätzen eine fortwährende Steigerung erfahren, die bis Juni währte, um dann — etwas später als die Geldsätze — in eine den Geldsätzen gleichgerichtete Abwärtsbewegung sich umzuwandeln. Anfang April 1925 hört die Falltendenz der Börsensätze auf. Im Juli wie im Oktober wird wieder ein Höhepunkt erreicht. Der Umschwung nach unten im November 1925 macht sich zuerst beim Börsengeld bemerkbar. Der Markt der kurz- und langfristigen Wirtschaftskredite hatte schon im Februar 1925 eine Versteifung erfahren, die hier bis etwa Ende des Jahres anhielt. Auch die Rendite der Goldpfandbriefe konnte eine Ermäßigung nicht mehr erfahren, betrug dagegen am Ende des Jahres mehr als am Anfang.

Schaubild **9.**



Der Reichsbankdiskont hat nur einmal in den beiden Jahren — Februar 1925 — eine Ermäßigung erfahren. Charakteristisch für beide Jahre ist, namentlich für das zweite Halbjahr 1924, für das erste Quartal 1925 und dann wieder am Ende 1925, daß ganz kurzfristige Gelder im Verhältnis zu etwas länger befristeten außerordentlich billig waren. Das trifft auch zu für den größeren Teil des Jahres 1926 und für die erste Zeit 1927. Die im Jahre 1925 unterbrochene Senkung der Zinssätze hat Anfang 1926 wieder begonnen und sich auf allen Gebieten in starkem Umfange durchgesetzt, nur daß gegen Ende des Jahres wieder eine kleine Anspannung und Zinssteigerung eintrat. Das Jahr 1927 bringt einen

ebenso scharfen Umschwung nach oben, wie er 1926 nach unten zu verzeichnen war. In den ersten beiden Monaten des Jahres 1927 hält der Zinsfall noch an. Aber dann setzt die Steigerung ein, die bis zum Jahresende fortdauert, wobei sich erheblichere Schwankungen gezeigt haben als in den Vorjahren. Im Jahre 1928 bringen die ersten Monate eine kleine Senkung, die aber bald von einer Steigerung abgelöst wird. Seit etwa März 1928 halten sich die Sätze auf fast gleichem Niveau bezw. ziehen bis zum Jahresende im allgemeinen leicht an.

War die Reichsbank 1926 mit ihrem Diskont nicht in gleichem Tempo der Entwicklung der Geldsätze nach unten gefolgt, so traf in stärkerem Maße das Gegenteil für 1927 zu. Der Durchschnittssatz des Diskontsatzes liegt infolgedessen 1927 unter demjenigen von 1926. Namentlich Monatsgeld lag höher als der Reichsbankdiskont. Und schließlich hat sich die Spanne zwischen Pfandbriefrendite und Geldsätzen wiederum auf ein Minimum verringert. (Vergl. Schaubild), ja Monatsgeld liegt schon seit Mai fortwährend höher. Die Kursbewegung festverzinslicher Wertpapiere ist seit Februar bis November 1927 fortwährend abwärts gerichtet, wobei nur Industrieanleihen zweimal (April und Juli) eine Unterbrechung erlitten. Von November an setzt sich wieder eine Steigerung durch. Die Steigerung hält an bis Januar 1928. Von da bis zum Ende der Berichtsperiode ist eine fortwährende Senkung der Kurse alias Steigerung der Rendite zu beobachten, und zwar ist der Tiefstand der Kurse von November 1927 im Jahre 1928 um die Mitte des Jahres erreicht. Der Kursfall hört jedoch nicht auf, sondern geht fortwährend weiter.

Interessant ist dabei festzustellen, daß im Jahre 1926, dem Jahre der Zinssenkung, die Kurssteigerung der festverzinslichen Papiere um so größer ist, je niedriger der Nominalzins lautet. So betrug die Steigerung der Pfandbriefkurse 1926

bei den 5%igen Papieren	36%
bei den 6%igen Papieren	24,7%
bei den 7%igen Papieren	21,9%
bei den 8%igen Papieren	20,6%
bei den 10%igen Papieren	8,5%.

Umgekehrt haben im Jahre 1925 die niedriger verzinslichen Goldpfandbriefe sich besser im Kurse gehalten als die höher verzinslichen. Sie weisen Ende 1925 sogar noch eine höhere Rendite auf als Ende 1924, die 8 und 10%igen dagegen eine niedrigere. Die Erklärung eines derartigen Vorganges wurde schon gegeben.[154])

Andererseits ist 1927 der Kursfall der niedriger verzinslichen Gruppen wesentlich schärfer gewesen als der der hochverzinslichen, und zwar bei den

5%igen Pfandbriefen	8,98%
6%igen Pfandbriefen	4,72%
7%igen Pfandbriefen	5,39%
8%igen Pfandbriefen	3,99%,

dagegen bei den

10%igen Pfandbriefen	0,10% Steigerung.[155])

Die Begründung ist in den Ausführungen auf S. 88 enthalten. Hier sei noch kurz darauf hingewiesen, daß 1927 ein Jahr der Zinssteigerung war. Hatte die Zinsentwicklung Ende des Jahres 1926 und noch Anfang des Jahres 1927 die Konversion der höher verzinslichen Papiere in greifbare Nähe gebracht und z. T. herbeigeführt, so schwanden die Möglichkeiten hierzu im Jahre 1927 fortwährend mehr. Die hochverzinslichen Papiere boten auch für längere Zeit einen höheren Ertrag, die niedriger verzinslichen mußten solange fallen, bis einigermaßen ein Ausgleich herbeigeführt schien.

Die auf weitere Zinssenkung eingestellte Spekulation des Jahres 1926 ist in gewissem Umfange revidiert worden. Die Rendite der 10%igen ist um 0,01% am Ende 1927 niedriger als Dezember 1926, bei den übrigen Gruppen höher.

§ 11. Gegenüberstellung der Perioden 1908—1914 und 1924—1928.

Eine Gegenüberstellung der Zinskurven der beiden Perioden zeigt insbesondere folgende Abweichungen voneinander:

1. Zunächst springt die allgemein höhere Lage des Zinsniveaus der Periode 1924—1928 in die Augen. War in der Vorkriegszeit ein Satz von 6 und 7% auf dem Geldmarkt etwas Seltenes, so gehören in der jüngeren Periode diese Sätze zu den niedrigsten und

[154]) Vergl. Seite 88.
[155]) Vergl. Seite 88.

in den Jahren 1927—1928 zu den „normalen". Von 1907—1914 war z. B. der Diskont nur während einer ganz kurzen Zeit um die Jahreswende 1907/08 auf über 6%, nämlich auf 7½%, erhöht worden. Nur am Ende der Hochkonjunktur 1912/13 hat er 6% betragen. Im übrigen war er und mit ihm die übrigen Zinssätze fortwährend wesentlich niedriger. 1924/1928 dagegen hat der Diskont nur im ersten Halbjahr 1927 etwa 5 Monate lang auf 5% gestanden, das zweite Halbjahr 1926 und das dritte Quartal 1927 betrug er 6%, im übrigen stand er fortwährend höher. Mit ihm auch die übrigen Zinssätze. Noch 1928, die Zeit der ruhigsten Entwicklung, sind die Hypothekenkosten doppelt so hoch und höher als in der Vorkriegszeit. Auch die Spanne zwischen Diskont und Debetzins der Banken ist fortwährend größer gewesen als damals, ebenfalls die Spanne zwischen Debet- und Kreditzins.

2. Das Auf und Ab der Kurven innerhalb eines Jahres war vor dem Kriege wesentlich lebhafter und verhältnismäßig stärker als in der Zeit von 1924—1928. Der scharfe Zickzack, namentlich des Marktdiskontes der ersten Periode, ist in der zweiten außerordentlich verflacht, weniger allerdings beim täglichen Gelde, welches innerhalb eines oder mehrerer Monate erheblich verschiedene Sätze bedang. Die Zahl der Herauf- und Herabsetzungen des Diskonts ist wesentlich geringer als damals. Die Beunruhigungsmomente von dieser Seite her waren also weniger. Damals brachte jedes Jahr mehrere Diskontveränderungen, die höchste Anzahl in der jüngeren Periode ist vier im Jahre 1926, und zwar alles Senkungen, die höchste Anzahl von damals sechs im Jahre 1908, ebenfalls Senkungen. Die gesamte Senkung betrug aber 1908 53⅓%, 1926 dagegen 33⅓% der Höhe vom Anfange des Jahres. Es fehlt ferner in der zweiten Periode die fast regelmäßige Erhöhung im vierten Quartal.

3. Dagegen war die Gesamtrichtung in der zweiten Periode eindeutig abwärts bis Anfang 1927 und von da an wieder eindeutig aufwärts gerichtet. In der ersten Periode zeigt sich im allgemeinen ein fortwährendes Auf und Ab. Der sogenannte Landeszinsfuß zeigt damals eine ziemlich gleichmäßig bis zum Schluß ansteigende Linie mit ganz unerheblichen Erhöhungen und Senkungen, jetzt aber eine außerordentlich starke Veränderung, nach unten bis 1927, von da an wieder nach oben. Die Differenz zwischen Hoch- und Tiefpunkt

des Landeszinsfußes betrug damals während der ganzen Periode nur rund ½%, jetzt aber mehrere Prozente, bei ersten Hypotheken im Jahre 1927 allein sogar über 3%.

4. Die zweite Periode zeigt im ganzen eine Spanne zwischen höchster und tiefster Lage, wie sie die erste Periode nicht im entferntesten kannte.

5. In der Vorkriegszeit finden wir nicht, daß die Rendite sicherster Anleihen und der Marktdiskont den Diskontsatz der Reichsbank übersteigt, wohl aber ist beides von 1924—1928 festzustellen.

6. Außerordentlich hoch ist auch in der zweiten Periode zeitweise die Spanne zwischen den Sätzen des Geldmarktes und denen des Kapitalmarktes, sodann auch zwischen den Sätzen des offenen Geldmarktes und dem Reichsbankdiskont.

3. Kapitel:
Die Ursachen der Entwicklung von 1924-1928.

Das Nächstliegende für die Ursachenforschung sind die unmittelbaren Auswirkungen von Krieg und Inflation. Ihnen sei daher der nächste Abschnitt gewidmet. Aus der Fülle der Erscheinungen können aber nur wenige berührt werden, auf die letzten Endes alle anderen Schwierigkeiten zurückzuführen sind. Die weitere Frage ist, auf welche Weise die sich aus Krieg und Inflation ergebenden Schwierigkeiten hinsichtlich Erreichung normaler Zinssätze allmählich gemildert wurden. Dies kann grundsätzlich nur durch Vergrößerung des Angebotes an Kapital geschehen. Das Angebot selbst aber hängt wieder ab von dem Wirtschaftsablauf und dem Auslandsangebot, dieses aber wieder von den wirtschaftlichen Verhältnissen des Auslandes und von dem dort herrschenden Zins. Die Zufuhr vom Ausland aber ist wieder abhängig von der Stabilität der Währung, diese wieder von der inländischen Geld- und Notenpolitik, und abhängig davon ist wieder die Nachfrage. Die Dinge laufen somit ineinander und beeinflussen sich alle gleichzeitig und gegenseitig. Die Darstellung muß jedoch notwendig eine Trennung vornehmen, um schließlich wieder eine Synthese zu versuchen.

Das Nächstliegende wäre wohl nach den allgemeinen Darlegungen, mit dem zu beginnen, was in der zu untersuchenden Periode zuerst das auffallendste war: die Geld- und Notenpolitik. Doch diese kann u. E. nicht voll verständlich sein, wenigstens nicht für die ganze Periode, ohne daß ein Gesamtbild der Wirtschaft gegeben ist und das Verhältnis zum Ausland klargelegt ist. Freilich muß bei diesen beiden Dingen auch die Politik der Notenbank hin und wieder erwähnt werden, so daß Wiederholungen sich nicht ganz vermeiden lassen.

1. Abschnitt: Wirtschaftsverfassung und Wirtschaftsablauf.

§ 12: Kapitalschwund und Kapitalfehlleitung.

In Kriegszeiten konzentriert sich die Kapitalzufuhr fast allein auf die Kriegsindustrie. Diese wird möglichst leistungsfähig ge-

staltet. Das erzeugte Kriegsmaterial aber wird vernichtet und bedeutet einen vollen Verlust für die Volkswirtschaft. Soweit es nicht vernichtet wird, ist es für die Volkswirtschaft so gut wie wertlos. Ebenso verhält es sich mit den hergestellten Anlagen. Sämtliche Zweige der Wirtschaft, außer der Kriegsindustrie, werden vernachlässigt. Nicht nur Neubauten, sondern auch Ausbesserungen und Ersatzbauten unterbleiben. Und zwar in der Landwirtschaft ebensowohl wie in der Industrie. Düngung unterbleibt, Inventar wird nicht ersetzt. Verkehrswege und Verkehrsmittel erleiden dasselbe Schicksal. Da die Einkommensverhältnisse am Ende des Krieges wesentliche Ersparnisse nicht gestatten, können die notwendigen Verbesserungen nicht schnell genug ausgeführt werden. Es entsteht absoluter Kapitalmangel.

Ein besiegter Staat leidet durch die nachfolgenden Kriegstribute doppelt an Kapitalmangel. So auch Deutschland nach dem Weltkriege. Die zu zahlenden Reparationen entstammen im wesentlichen dem Teile des nationalen Einkommens, der sonst zur Kapitalisation verwandt worden wäre. Die Abführung der Reparationsbeträge muß fortwährend die deutsche Kapitalversorgung schwächen und diejenige der Empfangsländer stärken. Die notwendige Folge ist, daß der Zins im Inlande fortwährend höher zu sein tendiert als im Auslande, mindestens höher als in den Empfangsländern.

Die Bezahlung der Reparationen geschieht, sobald eine Kreditierung in irgend einer Weise nicht mehr erfolgt, aus Erlösen der Warenausfuhr (im weitesten Sinne). Die Ausfuhrmöglichkeit setzt einen technischen Apparat voraus, der dem der Konkurrenzländer mindestens gleichwertig ist. Es kann auch die Herstellung solcher Produkte notwendig werden, die bisher im Lande nicht erzeugt wurden. Aus allem ergibt sich die Notwendigkeit, durch Investierung von Kapitalien den Vorsprung der Konkurrenzländer einzuholen oder gar zu überbieten. Reparationszahlungen haben mit den Zinszahlungen der Kolonialländer gemein, den Zinsfuß gegenüber dem der Empfangsländer dauernd höher zu halten.

Der durch den Krieg herbeigeführte Kapitalmangel ist in Deutschland durch die Inflation noch wesentlich verstärkt worden. Trotz vieler Neuaufwendungen waren die Mängel des Produktionsapparates nicht behoben, sie hatten sich im ganzen wesentlich verschlimmert. Die Neuaufwendungen waren vielfach nur zur Erweiterung des alten Betriebes erfolgt, nicht zur Herbeiführung einer

verbesserten Arbeitsmethode. Die bekannte Flucht in die Sachwerte — oft zweifelhaften Charakters — enthüllte sich schließlich weithin als eine

offenbare Kapitalfehlleitung.

Viele Anlagen waren unnütz. Dabei fehlten noch die Betriebsmittel, sie in Gang zu halten. Es ergab sich die Notwendigkeit, neu zu investieren und Betriebsmittel für alte und neue Anlagen zu beschaffen. Die Landwirtschaft war dabei kaum anders gestellt als die Industrie. Die Verbesserung in Einzelbetrieben kompensierten die Mängel in anderen keineswegs. Erlöse aus Verkäufen waren vielfach nicht wieder zu Einkäufen verwandt worden, was einer Entgüterung gleichkam. Die nachfolgenden Ernten, und die neu eingetretene Verschuldung,[156]) die allerdings z. T. aus der Nachinflationszeit geboren wurde, machten dies offenbar.

Die objektiv gegebene Kapitalnot zu Beginn der Stabilisierung wurde verschlimmert durch zwei weitere Momente — ein organisatorisches und ein psychisches —, die ihre Bedeutung umso mehr verloren haben, als die Inflation zurückliegt.

Das organisatorische Moment war die notorische Uebersetzung in einzelnen Teilen der Wirtschaft. Die Zahl der Aktiengesellschaften hatte Ende 1913 im ganzen 5139 betragen (1909 waren es 5222 gewesen), Ende 1919 betrug sie noch 5345, Ende 1922 betrug sie 9490 und stieg allein im Jahre 1923 um 6872 auf 16 362.[157]) Das Jahr 1924 brachte noch eine Steigerung um weitere 712. Nebenher liefen Gründungen in anderen Formen. Für jede Gesellschaft war ein gewisses Grundkapital für Einrichtung des Betriebes und außerdem ein gewisses Betriebskapital erforderlich. Am meisten waren die entsprechenden Ziffern im Handelsgewerbe gestiegen, von 779 Ende 1913 auf 2084 im Jahre 1922, auf 4551 im Jahre 1923 und 4784 im Jahre 1924. Das Verhältnis von 1913 braucht durchaus nicht als Optimum angesehen zu werden, die Zahl von 1923/24 ging aber zweifellos über das wirtschaftlich erträgliche Maß hinaus.

Besonders deutlich wird die Affizierung des Geld- und Kapitalmarktes durch die Vielzahl der neugegründeten Banken. 1909 hatte

---

[156]) Die Neuverschuldung seit 1924 wird Ende 1928 auf 8—9 Milliarden Reichsmark geschätzt.

[157]) Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich; Wirtschaft und Statistik, Januarheft 1928.

die Gesamtzahl der Banken 461 betragen, sie vermehrte sich allein 1923 um 339, 1924 noch um weitere 51. Dadurch mußte allgemein ein unnötiger Zwischenhandel auf dem Geld- und Kapitalmarkt mit notwendiger Zinsverteuerung entstehen. Die sogenannten Spezialkreditbanken[158]) für Industrie, politische Parteien, Berufsorganisationen, für Landwirtschaft, für Gewerkschaften, für Beamte, die „Goldwert"- und „Sachwert"-Banken usw. und die dadurch herbeigeführte Zersplitterung war privatwirtschaftlich gesehen eine „Konkurenzierung des Bankwesens in seinen altbewährten Teilen",[159]) volkswirtschaftlich aber die Gefahr einer Fehlleitung des ohnehin so knappen Kapitalzuwachses.

Hierzu trat das oben angedeutete und jetzt näher zu bestimmende psychische Moment.

Die selbstverständliche Voraussetzung einer Kapitalhingabe ist die Erwartung des Kreditgebers, sein Güterbezugsrecht demnächst ungeschmälert und mit einem Aufgeld (Zins) zurückzuerhalten. Am Ende der Inflationszeit war die Schmälerung so augenfällig geworden, daß ein Ersatz alias Entwertungsprämie in der Form erhöhter Zinsen oder Provisionen gefordert wurde. Als der Kursfall der Mark aufhörte, war der Einrechnung einer Entwertungsprämie eigentlich der Boden entzogen. Aus Angst vor neuer Entwertung blieb sie aber bestehen. Im Moment der Stabilisierung ergab sich praktisch sogar eine ungeheure Zinssteigerung. Die Entwertungsprämie war vorher meist zu gering gewesen, der Zins war auf ein Minus herabgesunken. Schätzt man dieses Minus einmal roh auf 30% p. a. (und das erscheint kaum ausreichend) und hält man auf der anderen Seite einen Zins von 50% p. a. nach der Stabilisierung dagegen (wobei von den Exzessen vollkommen abgesehen ist), so ergibt sich eine plötzliche Steigerung um 80% p. a. Erst allmählich kam diese Entwertungsprämie zum Abbau. Beim Fallen des Markkurses März-April 1924 flammte sie für einige Zeit noch neu wieder auf. In der Kredithingabe wurde an sich eine große Gefahr erblickt. Für die lange Fortdauer dieser Stimmung spricht allein die Tatsache, daß erst im Sommer 1926 die ersten Reichsmarkpfandbriefe ohne Goldklausel ausgegeben wurden.[160])

---

[158]) Vergl. hierzu Lansburgh, die Bank, 1924, S. 372 ff.

[159]) Ebenda S. 370.

[160]) Von der Preußischen Hypotheken-Aktienbank, vergl. Frankfurter Zeitung vom 9. 9. 1926.

Gerade bei einem ausschlaggebenden Teil der Bankwelt, der sich vorher gegenüber der Goldmarkrechnung so schwierig und ablehnend verhalten hatte und gegenüber Geldeinlegern und Schuldnern die Geldentwertungsprämien so ungern als dies bezeichnete, was sie war, wurde der Gedanke der Werterhaltung nach der Stabilisierung außerordentlich gepflegt, wobei nach außen hin meist auf die „Kapitalarmut" verwiesen wurde. Obendrein stellten die Banken sich vielfach unumwunden auf den Standpunkt, daß sie die erlittenen Inflationsverluste durch erhöhte Zinsen, Provisionen usw. auszugleichen hätten. Als ob sonst jemand in der Wirtschaft erlittene Substanzverluste durch erhöhte Preise ungestraft wett machen könnte! Die von den Bankenvereinigungen festgesetzten Sätze wurden richtunggebend für den Geldmarkt. Viele Kapitalbesitzer spielten den eigenen Bankier. Zu den fragwürdigsten Verwendungszwecken wurde das Kapital oft gegeben, sofern der Kreditnehmer einen hohen Zins zu bieten sich nicht scheute.

Auf der Kreditnehmerseite hat das Gründungsfieber und die Hoffnung auf eine neue Inflation vielfach lange angehalten. Man glaubte ruhig hohe Zinsen bieten zu können.

Der aus dieser Einstellung und den Folgen der Inflation resultierende „notorische Ueberkonsum der innerdeutschen Wirtschaft" alimentierte sodann Zweige der Wirtschaft, auf die das Investitionsprogramm der Inflationszeit nicht zugeschnitten war, nämlich die der „Lebensmittel und bestimmter Artikel des billigen Luxus". (Lansburgh). Hier war neue Investition, neues Kapital erforderlich.

In dieser durch Krieg und Inflation ausgehungerten und so eingestellten Wirtschaft hat der Zins seine Funktion; Begrenzung der Nachfrage nur in sehr unvollkommenem Masse erfüllen können.

§ 13. Der Wirtschaftsablauf und der Zins.

1. Allgemeines.

Mögen die Ausführungen des vorigen Paragraphen geeignet sein, den allgemeinen Hochstand des Zinses und sein allmähliches Absinken zu erklären, so fehlt doch noch jede Begründung über den Verlauf und die Wellenbewegungen der Zinskurve.

Es ist inzwischen Gemeingut geworden, daß das kapitalistische Wirtschaftsleben sich in Wellenbewegungen abspielt und das Zinsniveau sich im allgemeinen mit diesen Wellenbewegungen hebt

und senkt. Ueber Wesen und Ursachen der Wellenbewegungen selbst mögen die verschiedensten Ansichten bestehen. Fest steht, daß eine sog. Aufwärtsbewegung eine verstärkte Kapitalsanlage, d. h. verstärkte Kapitalnachfrage und eine Abwärtsbewegung einen Stillstand oder Rückgang derselben im Gefolge hat. Aufwärtsbewegung bedeutet bessere Geschäftsaussichten und infolgedessen die Möglichkeit, für dargeliehenes Kapital höhere Zinsen zu bieten und vice versa. Nehmen wir an, das Auf und Ab bestände in stärkerer und schwächerer Kapitalisation aus dem Innern der Wirtschaft heraus, so können doch die mannigfachsten Einflüsse von außen her eine solche Bewegung verschärfen oder von der eingenommenen Richtung in die entgegengesetzte umkehren. Solche Einflüsse können z. B. sein:

1. Strukturelle Verschiebungen aus bahnbrechenden Erfindungen und technischen Errungenschaften, die plötzlich bereits bestehende Gewerbezweige lahmlegen und andere neue, vielleicht in Anfängen bestehende zu schneller Blüte bringen können, wobei das Plus der letzteren das Minus der ersteren weit überschreitet und womöglich viele andere Gewerbe mitemporreißt.

2. Strukturelle Verschiebungen

a) aus organisatorischen Aenderungen (Rationalisierung, Typisierung, Konzentration) oder

b) aus der Verlagerung der weltwirtschaftlichen Arbeitsteilung, die aus einem bisherigen doch mehr oder minder Agrarstaat einen Industriestaat entstehen lassen (Amerika: struktureller Aufstieg bis 1926 trotz konjunktureller Depression) oder aus dem Versagen alter oder umgekehrt der Entdeckung bisher nicht bekannter Rohstoffquellen.

3. Aenderungen in den Konsumgewohnheiten, hervorgerufen durch plötzlichen oder doch schnellen Wechsel der „Mode".

4. Börsenkonstellation, die, ihrerseits wieder durch gewisse Tatsachen bedingt, das Kapital einzelnen Zweigen der Wirtschaft entzieht oder ihnen plötzlich zuführt.

5. Schließlich und von großer Wichtigkeit, die geldlichen Einflüsse, eine Deflation, die eine Depression, eine Inflation, die eine Aufwärtsbewegung oder zum mindesten eine Pseudokonjunktur im Gefolge haben oder wenigstens haben können. Dieser geldliche Einfluß wirkt auf das Ausland oft in umgekehrter Weise ein.

Wie wir oben (§ 7) gesehen haben, war das wirtschaftliche Auf und Ab von 1908—1914 von großer, ja ausschlaggebender Bedeutung für die Zinsentwicklung. Jetzt handelt es sich darum, festzustellen, ob auch in der Zeit von 1924—1928 eine Beziehung bestanden hat und wie eng sie war.[161])

Nach dem Institut für Konjunkturforschung hat die deutsche Wirtschaft von 1924—1928 folgende Phasen durchlaufen.[161])

November 1923—Juni 1924	Tiefstand (Depression)
Juli 1924—Januar 1925	Aufschwung
Februar 1925—September 1925	Hochspannung
Oktober 1925—Januar 1926	Krisis
Februar 1926—April 1926	Depression erster Abschnitt
Mai 1926—September 1926	Depression zweiter Abschnitt
Oktober 1926—Mai 1927	Aufschwung
Juni 1927—November 1927	Hochspannung
Dezember 1927—Ende 1928	leichtes Abbröckeln mit merklichem Absinken namentlich gegen Ende 1928.

Nach dem Konjunkturschema ist der Geldmarkt während der Depression durchaus flüssig, d. h. die Zinssätze sind niedrig. Sie erhöhen sich erst im weiteren Verlauf des Anstiegs, versteifen sich während der Hochspannung, erreichen den höchsten Stand zu Beginn der Krisis, um im Verlaufe der Depression wieder stark zu sinken. Wie die Verbindung selbst gewesen ist, kann aus verschiedenen Zahlenreihen der Produktion und der Preise ersehen werden.

2. Die Produktion und der Zins.

Lange Zeit sind die Zahlenreihen der Steinkohlenförderung und der Roheisenprodukten als Konjunkturbarometer angesehen worden. Mag die Roheisenkurve noch einigermaßen ein Bild vermitteln, so glauben wir doch, daß die Kurve der Steinkohlenproduktion ihren Erkenntniswert wesentlich eingebüßt hat. Die durch Wasserkräfte gewonnene elektrische Energie, die Braunkohle,

---

[161]) Die Aufgabe Albert's (Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1893—1908, Leipzig 1910, S.53—109), überhaupt Beziehungen zwischen Wellenbewegungen der Wirtschaft und Zinsbewegung zahlenmäßig zu untersuchen, besteht für uns nach den neueren Konjunkturforschungen nicht mehr.

die Oelfeuerung sind als sehr ernsthafte Konkurrenten stärker auf den Plan getreten, das bedeutet eine strukturelle Verdrängung der Steinkohle. Ueberhaupt müssen die Zahlen einer Einzelindustrie sofort gewissen Bedenken unterliegen, da durch irgendwelche Umstände stets ein von der übrigen Volkswirtschaft verschiedenes Bild verursacht werden kann. Besser erscheint es von einem Index auszugehen, der eine Gruppe von Industrien oder vielleicht die ganze Industrie umfaßt. Das Statistische Reichsamt errechnet einen Index der Grundstoff- und einen der verarbeitenden Industrie sowie einen Gesamtindex. Ein Vergleich der beiden Einzelreihen zeigte nur unwesentliche Abweichungen. Es sei daher nur der Gesamtindex gebracht (vgl. Schaubild Nr. 10).

Den relativ sichersten Maßstab zur Beurteilung der Produktionsverhältnisse bezw. der wirtschaftlichen Lage eines Landes bieten die Ziffern des Arbeitsmarktes. Von den zur Beurteilung des Arbeitsmarktes zur Verfügung stehenden Zahlenreihen

1. absolute Arbeitslosenziffer,
2. Zahl der offenen Stellen und Arbeitsgesuche,
3. Arbeitslose der Arbeiterfachverbände

scheint uns aus hier nicht weiter darzulegenden Gründen die dritte das objektivste Bild zu vermitteln.

(siehe Tabelle Nr. 15)

Tabelle 15.

Von 100 Mitgliedern in den Arbeiterfachverbänden waren arbeitslos: [162])

	1924	1925	1926	1927	1928
Januar	26,5	8,1	22,6	16,5	11,2
Februar	25,1	7,3	22,0	15,5	10,4
März	16,6	6,8	21,4	11,5	9,2
April	10,4	4,3	18,6	8,9	6,9
Mai	8,6	3,6	18,1	7,0	6,3
Juni	10,5	3,5	18,1	6,3	6,2
Juli	12,5	3,7	17,7	5,5	6,3
August	12,4	4,3	16,5	5,0	6,5
September	10,5	4,5	15,2	4,6	6,6
Oktober	8,4	5,8	14,2	4,5	7,3
November	7 3	10,7	14,2	7,4	9,5
Dezember	8,1	19,4	16,7	12,9	16,7

[162]) Nach Angaben im Statistischen Jahrbuch und in Wirtschaft und Statistik.

Fortsetzung Tabelle Nr. 15.

Differenz der Monatsdurchschnitte der Arbeitslosen in den Fachverbänden gegenüber den Durchschnitten des gleichen Monates des jeweiligen Vorjahres.[163])

\+ = die Arbeitslosenziffer ist gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres gestiegen.

— = die Arbeitslosenziffer ist gegenüber dem gleichen Monate des Vorjahres gefallen.

	1925 gegen 1924	1926 gegen 1925	1927 gegen 1926	1928 gegen 1927
Januar	— 18,4	+ 14,5	— 6,1	— 5,3
Februar	— 17,8	+ 14,7	— 6,5	— 5,1
März	— 10,8	+ 15,6	— 9,9	— 2,3
April	— 6,1	+ 14,3	— 9,6	— 2,0
Mai	— 5,0	+ 14,5	— 11,1	— 0,7
Juni	— 7,0	+ 14,6	— 11,8	— 0,1
Juli	— 8,8	+ 14,0	— 12,2	+ 0,8
August	— 8,1	+ 12,4	— 11,7	+ 1,5
September	— 6,0	+ 10,7	— 10,6	+ 2,0
Oktober	— 2,6	+ 8,4	— 9,7	+ 2,8
November	+ 3,4	+ 3,5	— 6,8	+ 2,1
Dezember	+ 11,3	— 2,7	— 3,8	+ 3,8

Die Beschäftigtenkurve ist natürlich sehr eng verbunden mit der Produktionskurve. Die scharfen Spitzen im Verlauf der einzelnen Monate hat sie jedoch nicht, da Einstellung und Entlassung der Arbeiter natürlich nicht mit gleicher Elastizität vorgenommen werden und vorgenommen werden können, wie Verringerung und Vergrößerung der technischen Produktion.

Für den Zinsfuß ist erheblich, daß fallende Arbeitslosigkeit eine größere und steigende Arbeitslosigkeit eine geringere Kapitalbeanspruchung bedeutet. Der Arbeitslosigkeit steht gewissermaßen eine Arbeitslosigkeit der Geldkapitalien gegenüber. Insbesondere müssen ausfallende Lohnzahlungen auf denjenigen Teil des Kapitalmarktes erleichternd wirken, auf dem die Mittel für die Lohnzahlungen, d. h. Stückgeld, geholt werden. Das ist der Geldmarkt und vornehmlich die Reichsbank.

[163]) Aus obigen Zahlen errechnet.

In gleicher Richtung müssen auch die Verbrauchsabgaben wirken, da auch hierzu vornehmlich Stückgeld verwendet wird.

Obwohl die Zinskurve mit der Gesamtproduktions- wie mit der Arbeitslosenkurve, wenn man Halbjahrsabschnitte betrachtet, im allgemeinen eine ziemlich enge Verbundenheit aufweist, so sind doch die ziemlich erheblichen Abweichungen im ganzen Jahre 1924, 1925 teilweise, erstes Halbjahr 1926 und 1928 teilweise nicht zu verkennen.

Die Gesamtproduktionskurve geht seit 1925 der Geldmarkkurve im ganzen um einen Monat, teilweise auch um zwei Monate, voraus, in einzelnen Monaten kommt ein Umschwung gleichzeitig. Von März bis August 1928 fällt die Produktionskurve in ziemlichem Ausmaß, die Geldsätze steigen weiter.

Der Arbeitslosenziffer läuft die Zinskurve fast mehr parallel.

3. Die Preise und der Zins.

a) Warenmarkt.

Der Geschäftsgang ist jedoch nicht nur ein Produktions-, sondern auch ein Preisproblem, indem zuzeiten die Höhe der Preise auf das Ausmaß der Produktion einwirkt und zu anderen Zeiten umgekehrt. Der Geschäftsgewinn kann sich erhöhen sowohl bei gleichbleibenden Preisen und verbilligter Produktion (Erfindungen, Rationalisierung, Typisierung usw.) wie auch bei gleichbleibender wie steigender Produktion bei erhöhten Preisen. In beiden Fällen ist der Unternehmer in der Lage, für entliehenes Kapital einen höheren Preis zu bieten. Es ist dabei eigentlich selbstverständlich, daß man das Augenmerk ebensowohl auf die Preise als Produktions- und Geschäftsunkosten richten muß, wie auf die Preise der Verkaufsgüter als Einkommen. Denn der Nettoprofit ist abhängig von den Preisen der Güter und Dienste, welche in die Produktion eingehen. Einer dieser Preise ist auch der Zins. Proportionales Steigen der Kostenpreise mit den Verkaufspreisen bringt keinen höheren Reinertrag. Freilich sind tatsächlich in Deutschland die Kostenpreise (Löhne, Rohstoffe) in wichtigen Industrien bisher bei einem Aufstieg zunächst nicht in gleichem Ausmaße gestiegen.

Dabei sind wir nicht der Ansicht, daß eine Prosperitätsperiode stets von einem allgemeinen Preisauftrieb begleitet sein muß oder gar damit identisch ist. Den praktischen Gegenbeweis lieferte Amerika (USA) in den Jahren 1926/1927.

Zur Darstellung der Preisverhältnisse bedienen wir uns wiederum der Preise derjenigen Rohstoffe, besser gesagt Grundstoffe, die in ganz großen Mengen mehr börsenmäßig gehandelt zu werden pflegen und erfahrungsgemäß im Verlauf der einzelnen Wirtschaftsperioden ein sehr lebhaftes Auf und Ab gezeigt haben, das heißt sehr reagibel waren. Hier steht nun eine große Anzahl von Waren zur Auswahl. Das Institut für Konjunkturforschung errechnet einen Index aus den zehn Preisen für Schrott, Maschinengußbruch, Mittelbleche, Blei, Messingblechabfälle, Hanf, Wolle, Flachs, Ochshäute; Kalbfelle.

Tabelle 16.

Index der reagiblen Warenpreise.[164])

	1924	1925	1926	1927	1928
Januar	133,1	174,2	120.8	122,2	140,9
Februar	143,9	162,5	118,1	121 3	139,6
März	157,2	154,7	115,9	123,1	138 2
April	158,5	150,1	112,1	128.2	138 3
Mai	140,6	143 2	109,9	127,8	135,5
Juni	129,9	138,7	111,1	128,0	133,7
Juli	124,9	140,9	112,3	129,2	135,0
August	134,0	138,7	117,7	129,0	133,8
September	142,9	138,1	120,9	129,1	132,2
Oktober	143,3	133,3	120,2	132 1	129,5
November	158,8	129,2	122,1	134,7	128,0
Dezember	167.7	122,2	124,0	136,1	131 2

[164]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung.

Zur Erlangung eines Gesamtbildes seien jedoch auch die Indices der Rohstoffe und Halbwaren, der Fertigwaren, der Agrarstoffe sowie der Gesamtindex dargestellt (vergl. Schaubild).

Die reagiblen Preise sowie die der Rohstoffe und Halbwaren weichen in den monatlichen Hebungen und Senkungen nur selten voneinander ab.

Die Preise der industriellen Fertigwaren zeigen im ganzen ein Nachhinken von rund einem halben Jahr, abgesehen vom Jahre 1924. Der Grund dürfte darin liegen, daß die Fertigwaren wesentlich stärker kartelliert sind.

Die Kurve der Agrarstoffe ist nur zeitweise mit den reagiblen Preisen gleichgerichtet, im großen gesehen 1924 bis Oktober, dann September 1925 bis Dezember 1926 mit teilweise monatlichen Verschiebungen, im übrigen mit Ausnahme einzelner Monate entgegen-

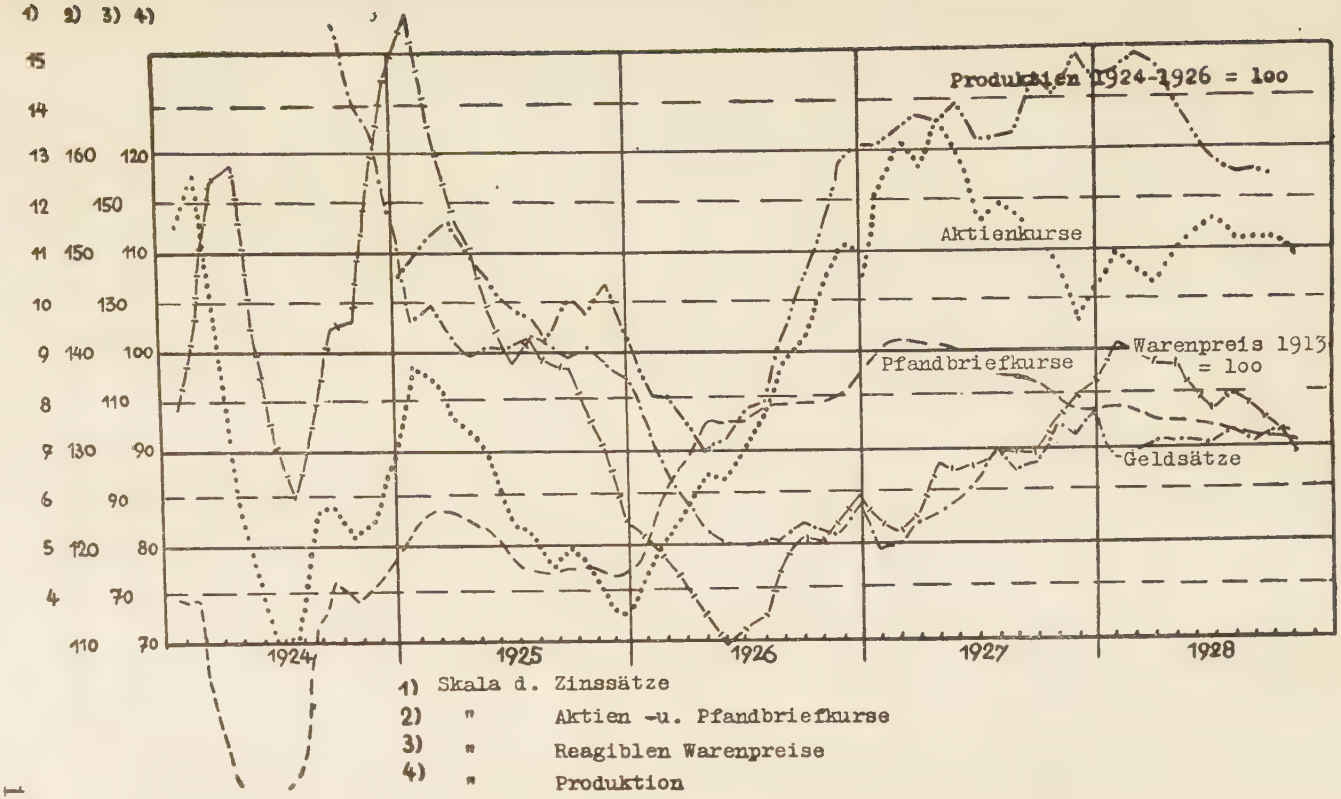


Schaubild 10.

gesetzt. Ein Beweis dafür, daß die wirtschaftliche Lage der Landwirtschaft keineswegs identisch war mit der der Industrie. Es waren eben andere Einflüsse geltend.

Die Gesamtkurve kann somit mit keiner der Einzelkurven parallel verlaufen.

Ueber das Verhältnis Preis- und Zinskurve wurde im theoretischen Teil bereits das Wichtigste gesagt. Hier sei noch folgendes nachgetragen. Eine Steigerung des Zinsfußes kommt gerade dann, wenn die Firmen sich expandieren. Die Expansion übersteigt — bisher wenigstens — gewöhnlich den trend des normalen Bedarfs, sodaß Zinsen nicht nur auf größere Summen, sondern auch in höherer Prozentziffer gezahlt werden müssen. Infolge der Unmöglichkeit, die Marktnachfrage genau vorauszuberechnen, laufen verschiedene finanzielle Kosten weiter, nachdem die Nachfrage schon fällt. Weitere Kapitalaufnahme ist dann vielleicht die Zuflucht zwecks Abwendung größerer Verluste. Wenn jedoch die aufzubringenden Zinsen einen großen Teil des Nettoprofits ausmachen, dann kann es unter Umständen billiger sein, Waren billig abzustoßen, als noch weiter Zinsen zu zahlen, da gerade zu dieser Zeit eine Reduktion der Zinskosten unmöglich ist. Die Preise fallen in den Industrien am meisten, in denen die Zinslasten relativ am drückendsten sind.

Sowie die Prosperität sich dem Maximum nähert und die Unternehmer die geplanten Erweiterungen zu vollenden beginnen, nähern sich auch die Grenzen der Sicherheiten dem Maximum, überschreiten es und fallen wieder. Weiteres Leihen ist mit größerem Risiko für den Geldgeber verbunden. Es wäre das für den Geldnehmer eine Kapitalaufnahme zu dem Zwecke, den Verkauf der Waren während einer längeren Zeitperiode zu den gleichen oder zu nur mäßig gedrückten Preisen zu erreichen. Obwohl gerade die Verkaufspreise und auch die Preise der meisten Kostengüter zu solchen Zeiten zu sinken begonnen haben, reißt der hohe Grad des Risikos jetzt die Zinsen noch weiter hinauf.[165])

Zinserhöhung hat den Zweck und auch den Erfolg, die Verkaufspolitik der Warenbesitzer bezw. Geldleiher zu modifizieren. Könnten die Güter ohne Zinskosten durchgeschleppt werden, so wären Verkaufspolitik und Warenumsatz wesentlich anders als sie sind.

---

[165]) Waldo F. Mitchell, a. a. O., S. 113—116.

Aus unseren dargebotenen Kurven ist schon in gewissem Maße zu erkennen und die Betrachtung einzelner Warenpreise zeigte es deutlich, daß der Grad der Streuung der Preise umso größer ist, als das allgemeine Preisniveau sich hebt. M. a. W. die Wertverhältnisse sind beim Höhepunkt des Zyklus in größerem Grade gestört als in der Depression. Umgekehrt werfen sinkende Preise einzelner Industrien das Verhältnis von Kosten und Preisen genau so gut über den Haufen wie die Streuung der Preise bei allgemeiner Preissteigerung. Von dieser Seite her ist also wieder die Beanspruchung des Kapitalmarktes bezw. das Angebot an Kapital und damit wieder die Zinsrate beeinflußt. Hier wirken also Preisniveau und Divergenz der Preise ebenso ursächlich auf die Zinsrate wie diese auf Preisniveau und Preisdivergenzen.

Mit den Preis- und Zinsverhältnissen hängt dann weiter die Anzahl der Konkurse zusammen. Diese offenbaren das Mißverhältnis in den Preisrelationen und müssen in der Richtung auf weitere Erhöhung der Zinssätze wirken.

Die Kurve der Konkurse läuft der Zahl der Vollerwerbslosen in den Arbeiterfachverbänden merkwürdig parallel. Die Kurve der Wechselproteste geht der Konkurskurve durchweg um einen Monat voran. Der Zusammenhang ist natürlich. (Vergleiche Tabelle S. 123).

Tabelle Nr. 17.

Konkurse.[166])

	1924	1925	1926	1927	1928
Januar		796	2092	493	766
Februar		723	1998	473	699
März		776	1871	557	791
April		687	1302	421	614
Mai		807	1046	464	692
Juni		766	913	427	702
Juli	1125	797	701	428	655
August	894	751	493	407	552
September	850	914	467	360	530
Oktober	752	1164	485	445	685
Novembe	621	1343	471	574	674
Dezember	616	1660	435	619	624

166) Statistisches Jahrbuch und „Wirtschaft und Statistik".

Fortsetzung Tabelle Nr. 17.

Wechselproteste.[167])

in Millionen *RM.*

Januar		15,4	40,9	5,3	8,9
Februar		12,8	26,5	4,4	8,4
März		14,5	21 8	5,4	9,4
April		16,2	15,4	5,3	10,6
Mai		16,9	11,5	5 1	10 3
Juni		18,8	8 7	5,6	9,8
Juli	44,2	20,2	7,2	6,0	8 8
August	12,2	24,5	5,7	6,0	8,7
September	7,7	27,1	5,4	6,1	8,8
Oktober	11,2	36,8	5,5	7,4	10,2
November	9,1	37,8	4,9	7,2	10,0
Dezember	6,9	43,9	5,1	8,0	9,7

Ein Vergleich der bisherigen Kurven mit den Geldsätzen zeigt, wenn man Halbjahresabschnitte betrachtet, im ganzen eine ziemlich enge Parallelität, ausgenommen das Jahr 1924, 1925 teilweise, erstes Halbjahr 1926 teilweise und 1928 teilweise.

Preise und Geldsätze schlagen unter Vorantritt der Preise zumeist auch die gleiche Richtung ein; mit einer wichtigen Ausnahme. Als die Anspannung am Warenmarkte in der Zeit von Herbst 1926 bis Frühjahr 1927 der allgemeinen Konjunkturtheorie entsprechend einen Hochstand des Zinses hätte im Gefolge haben müssen, hat der Zinssatz gerade in entgegengesetzter Richtung sich bewegt.

Enger ist wieder die Parallelität zwischen Konkurs- und Zinskurve.

Insbesondere ist zweierlei zu beachten.

1. Gleiche Richtung bedeutet nicht gleiches Ausmaß der Steigerung oder Senkung. Namentlich von Mitte 1926 bis Ende 1927 ist die Steigerung der Produktion und der Preise wesentlich stärker als die der Geldsätze.

2. In den Jahren 1924 und 1925 machte die Zinsbewegung die Richtungsänderungen der Produktions- und Preiskurven zwar auch in kleinerem Maße mit, im ganzen aber hörte die Senkung des Zinsfußes auch dann nicht auf, wenn die anderen Kurven eine entschiedene Richtung nach oben nahmen. Die Zinsbewegung kann demnach aus dem normalen Geschäftsgang nicht voll geklärt werden und erfordert eine Untersuchung der dahinter stehenden Kräfte.

---

[167]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung.

b) Effektenmarkt.

Zunächst sei jedoch noch eine Untersuchung angestellt über den Effektenmarkt und vornehmlich über den Aktienmarkt.

In den theoretischen Erörterungen wurde dargelegt, daß die Möglichkeit, ein Kapital mehr oder minder gewinnbringend zu verwenden, das eigentlich ausschlaggebende Moment für den Zins ist.

Das Aktienkapital verkörpert nun grundsätzlich das Produktionskapital. Ueber die allgemeinen Erträge des Aktienkapitals haben bis Ende 1926 keine Berechnungen stattgefunden. Bis dahin gibt es nur Kursniveauindizes und seither auch Berechnungen der Aktienrendite.[168]) Jeder Index ist aber unter einem besonderen Gesichtspunkte aufgestellt. Zur Darstellung des Kursniveaus benutzen wir den des Statistischen Reichsamtes, da er am weitesten zurückreicht, zur Darstellung der Aktienrendite seit 1927 den Index der Vossischen Zeitung.

Kursniveau und Rendite bewegten sich wie folgt:

Tabelle Nr. 18.

Kursniveau von 329 repräsentativen Aktien.[169])

1913 = 100.

	1924	1925	1926	1927	1918
Januar	136,07	117,14	71,84	152,15	138 77
März	150,28	113,75	78,94	161,12	135,31
April	118,51	108,05	83,56	155,95	133,22
Mai	85,28	102,74	91,00	164 85	138,70
Juni	71,00	95,28	89,71	158,08	152,60
Juli	57,79	83,85	95,11	144,49	144,51
August	59,35	80,74	102,84	148,79	141,21
September	84,66	73 65	112,69	146,34	140,62
Oktober	84,92	78,05	115,69	140,91	140,87
November	80,23	73,61	126,94	137,26	139,11
Dezember	84,14	67,04	134 26	124,50	138,76
Februar	97,48	64 41	133,40	131,73	140,5
Jahresdurchschn.	92,48	88,19	103,00	147,18	140,35

---

[168]) Indizes der Deutschen Bank, der Diskonto-Gesellschaft, des Berliner Tageblattes, des Berliner Börsen-Couriers, der Frankfurter Zeitung, der Vossischen Zeitung etc.

[169]) Wirtschaft und Statistik Nr. 16 ff. 1928.

Aktienrendite.[170])

	1927	1928
Januar		3,81
Februar	2,68	4,00
März	2,96	4,25
April	2,93	4,26
Mai	3,15	4,28
Juni	3,62	4,46
Juli	3,49	4,69
August	3,54	4,69
September	3,68	4,66
Oktober	3,82	4,77
November	4,33	4,29
Dezember	3,88	4,85

Eigentlich, so sollte man annehmen, müßte die Aktienrendite (von Börsenmanövern natürlich abgesehen) ein objektives Bild der Gewinnmöglichkeiten bieten und somit fortwährend die Grundlage sein für die Zinssätze, die im Leihverkehr gezahlt werden können. Und die Aktienkurse müßten sich nach den Dividenden oder den zu erwartenden Dividenden richten.

Oberflächlich gesehen trifft das erstere in unserer Periode überhaupt nicht, das zweite nur in geringem Maße zu. Haben doch die Dividenden der Aktiengesellschaften 1924/25 nur 4,29% des dividendenberechtigten Aktienkapitals betragen.[171]) [172]) Tatsächlich

---

[170]) Errechnet aus wöchentlichen Angaben der Vossischen Zeitung. Die Rendite wird von der Voss. Ztg. berechnet aus dem Index des Kursniveaus sämtlicher an der Berliner Börse gehandelten Stammaktien.

[171]) Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reiches. Heft 4, 1926.

[172]) Es wurden per Ende 1924 folgende Dividenden verteilt:
0% von 296 Gesellschaften,
½ bis 4% von 49 Gesellschaften,
4½ bis 8% von 251 Gesellschaften,
8½ bis 10% von 72 Gesellschaften,
11 bis 15% von 28 Gesellschaften,
über 15% von 2 Gesellschaften.
Unberücksichtigt blieben dabei Brauereien, deren Geschäftsjahr durchweg von November bis Oktober läuft. Nicht börsenmäßig gehandelte Papiere brachten in Einzelfällen mehr. Hohe Dividenden gab es fast nur, wo das Kapital in festen Händen war (Magazin der Wirtschaft, 1925, S. 945).

ist aber die Dividende nur von untergeordneter Bedeutung für die Kursbewertung. Die Höhe der Dividende ist in den meisten Fällen eine Frage der Taktik, für die äußere und innere Rücksichten maßgebend sind, heute noch mehr als vor dem Kriege. Zunächst einmal ist die Kursbewertung gleichzeitig Vermögensbewertung. Das Vermögen kann sich vermehren trotz ausfallender Dividende und umgekehrt. Es ändert sich auch vielfach, ohne daß die Bilanzen dies erkennen lassen. Der Kurs richtet sich nicht allein nach Dividende und offener Reserve (siehe Bankaktien, trotz gleicher Dividende ungleiche Kurse, ja sogar Divergenz. U. a. notierte Commerzbank im Juni 1927 bei 11% Dividende 173%, Mitteldeutsche Kreditbank bei 9% Dividende 200%). Die „Beteiligungen" sind oft mehr wert, als in den Bilanzen ausgewiesen wird. Dies muß im Kurs zum Ausdruck kommen. Dann aber ist von Wichtigkeit, daß die „Dividenden" keineswegs der einzige Ertrag der Aktien sind. Solange der Aktionär in gewissen Abständen durch Gratisaktien, Bonus, Bezugsrecht usw. bedacht wird, kann nicht erwartet werden, daß die aus Kurs und Dividende errechnete Rendite dem Landeszinsfuß gleichkommt oder ihn gar übertrifft. Deswegen ist aber der Satz, daß der Ertrag den Kurs bestimmt, nicht aufgehoben, sondern eher bestätigt. Es ist auch nicht richtig, daß das Kapital sich in den Nachinflationsjahren zu einem unverständlich billigen Preise den Aktiengesellschaften zur Verfügung stellte, wie verschiedentlich unter Hinweis auf Kurse und Dividende behauptet wurde. Als lehrreiches Beispiel seien die Aktien der I. G. Farbenindustrie A.-G. erwähnt. 1924, 1925, 1926 wurden 8, 10 und 10% Dividende verteilt. 1926/1927 wurde ein Bezugsrecht gewährt, welches mit 32% notiert wurde. Wer nun 1924 eine Aktie (der rechtlichen Vorgängerin) erwarb, hatte in drei Jahren einen Ertrag von 60% des Nominalbetrages oder 20% nominal pro Jahr. Ein Kurs von 300% war daher nicht ganz ohne Maßstab.

Die Rente kann auch in sonstigen Vorteilen gesucht werden. (Vergl. Gebr. Petschek — Ilse-Bergbau, die Petscheks wollten günstige Händlerverträge mit den durch ihren Aktienbesitz kontrollierten Werken.) Einige Papiere erleben hin und wieder eine Hausse, weil sie hinter anderem „zurückgeblieben" sind. „Die Börse läßt eine Leiche tanzen" (Karl Fürstenberg). Auf seine Rente ist jeder ernsthafte Käufer bedacht.

Wir glauben daher annehmen zu können, daß sich die Aktienkurse doch im wesentlichen an dem Ertrag bezw. dem erwarteten Ertrag orientiert haben. Einen Beweis hierfür bringt der Vergleich der Realdividende 1927/28 mit der Kursgestaltung dieser Zeit. Die Kurve der Realdividende ist, was die Richtung nach oben und unten anbetrifft, das genaue Spiegelbild der Aktienkurse, ausgenommen in den Monaten April bis Juni 1928, in denen merkwürdigerweise beide Kurven aufwärts gerichtet sind. Dies dürfte aber darauf zurückzuführen sein, daß in diesen Monaten sehr viele Bilanzabschlüsse mit erhöhten Dividenden bekannt wurden, die in den Kursen der betroffenen Papiere schon vorher vorweggenommen waren, die Berücksichtigung der verteilten Dividenden bei der Indexberechnung aber erst jetzt stattfand. Daß im ganzen im Jahre 1928 die Steigerung der Realdividende bis zum Schluß ziemlich erheblich ist, obwohl die Kurse im ganzen nicht fielen, dürfte ein Resultat der günstigen Wirtschaftsperiode 1927/28 einerseits und der Geschäftspolitik andererseits gewesen sein, die beide in der Richtung auf Ausschüttung größerer Dividenden wirkten.

Demnach dürften auch die Kurse im ganzen die Ertragsverhältnisse widerspiegeln, sodaß sie mit den Zinssätzen in Verbindung gebracht werden können. Denn der Ertrag ist letzten Endes doch maßgebend für die Anlage eines Kapitals. Es muß eine Beziehung bestanden haben zwischen Realdividende, Rendite der Anleihen und Geldsätzen.

Der Aktienmarkt wird zum großen Teil gespeist durch den Geldmarkt. Wenn nun die Spekulation einen Aufstieg des Geschäftslebens erwartet, so wird sie Aktien zu kaufen suchen, und die Mittel dazu auf dem Geldmarkt anwerben. Wer selbst auf dem Geldmarkt ausgeliehen hat, wird diese Mittel hereinholen, um sie in Aktienwerte umzusetzen, weil dort ein größerer Gewinn in Aussicht steht. Das muß in der Regel solange geschehen, bis die Geldsätze entsprechend gestiegen sind, sodaß sich ein Ausgleich ergibt. Ebenso muß ein Ausgleich erfolgen zwischen der Rendite der Anleihen und den Geldmarktsätzen. Die Anleihen sind Kredite in Gestalt standardisierter oder marktfähiger Titel, die ebensowohl eine Kapitalanlage auf kurze Zeit ermöglichen wie der Geldmarkt. Die Bewegungen des Geldmarktes können jedoch von diesen Titeln

[173]) Im American Economic Review, 1926, S. 661/62.

nicht in gleichem Maße mitgemacht werden, da der Uebergang von einer Anlage zur anderen wegen der Unkosten sich nur in gewissen Grenzen lohnt. Vermutlich wird daher die Rendite dem Geldsatz folgen, dieser der Rendite vorangehen. In Deutschland war dies vor dem Kriege der Fall und teilweise auch in der hier betrachteten Periode 1924—1928. Es fehlt jedoch nicht an Gegenbeispielen. So hat Waldo F. Mitchell nachgewiesen,[173]) daß in der Zeit von 1890 bis 1923 in USA beide Sätze sich im ganzen viermal gleichzeitig aufwärts und dreimal gleichzeitig abwärts bewegten, daß die Handelswechselrate bei vier Aufwärts- und einer Abwärtsbewegung, die Anleiherendite aber bei drei Aufwärts- und sechs Abwärtsbewegungen voranging.

In unserer Periode war die Richtung nach oben und unten bei Anleiherendite und Geldsätzen meist gleichzeitig. Eine gegensätzliche Bewegung zeigen nur Juni und Oktober 1924, Februar, April und November 1925, September und Dezember 1926, Februar, August und November 1927, Juni, August und Oktober 1928. Es handelt sich aber zumeist nur um kleine Verschiebungen und um Hemmungen oder Fortsetzungen des einen oder des anderen Satzes in einer bestehenden Bewegung.

Von Bedeutung ist, daß die Geldsätze von 1924—1926 wesentlich rapider gesunken sind als die Rendite, daß ferner bis Mitte 1925 die Geldsätze höher standen als die Rendite und daß die umgekehrte Spanne von Frühjahr 1926 bis etwa Mai 1927 sehr groß war.

Betrachtet man die bisher dargestellten Kurven in ihrer Gesamtheit, so ergibt sich, daß die Zinskurve die Bewegungen der Wirtschaft zu Zeiten deutlich mitgemacht hat, wobei die Aufeinanderfolge in gewissen Abständen vor sich geht, daß aber auch erhebliche Abweichungen festzustellen sind.

Von 1924 bis zum Jahre 1926, ja sogar bis Anfang 1927, sehen wir die Zinssätze in fast ununterbrochenem Zuge nach unten gleiten. Sie lassen sich auch in den Zeiten der Hochspannung Ende 1924 bis Mitte 1925 kaum aufhalten. Auch ist der Zusammenhang mit Aktien, Kursen und Preisen zeitweise nur lose, wie etwa im Jahre 1923, von Herbst 1926 bis Frühjahr 1927 sogar konträr.

Vor der Betrachtung der dahinter stehenden Kräfte sei im Anschluß an diese Darstellung der Wirtschaftskurven eine Untersuchung angestellt, ob die Zinsrate überhaupt geeignet sein kann, der Hochkonjunktur von sich aus ein Ende zu bereiten.

Exkurs.

§ 14. Der Einfluss des Zinses auf den Beschäftigungsgrad.

Der Antwort kommen wir näher, wenn wir die Bedeutung der einzelnen Kreditarten für die Wirtschaft betrachten und uns die Frage vorlegen, welche Kreditarten am meisten in ihrer Zinsrate fluktuieren und welche Bedeutung ihnen zukommt.

Die generelle Antwort auf die erste Frage ist schon gegeben und lautete, daß die Rate kurzfristig verliehener Gelder am empfindlichsten ist. Zur Beantwortung der zweiten Frage mag folgendes gesagt werden. Wir unterscheiden nachstehende Haupttypen von Zinsraten, die für die beigefügten Summen in Frage kommen mögen. (Wir lassen augenblickliche Verhältnisse dabei außer Acht, weil die Frage sich u. E. am besten an Hand von Vorkriegszahlen untersuchen läßt. Die Schätzungen sind schwerlich genau zu machen, dürften aber ein annähernd richtiges Bild ergeben.)

1. Satz für tägliches Geld, Monatsgeld, Reports und Lombards. Die 6 Berliner Großbanken, welche Zweimonatsbilanzen veröffentlichten und über die Hälfte des Kapitals sämtlicher Banken verfügten, wiesen am 31. Dezember 1913 unter Reports und Lombards 760 Millionen Mark aus. Wenn wir demnach den Gesamtbetrag der hierfür in Frage kommenden Gelder mit 1—1½ Milliarden schätzen, so dürfte diese Zahl nicht zu tief gegriffen sein. Davon entfällt nur ein Teil auf tägliches Geld, dessen Satz in den letzten 10 Jahren der Vorkriegszeit etwa zwischen 1 und 10% schwankte.

2. Privatdiskont. Unter Akzepte und Schecks wiesen die genannten Banken 1913 1329,67 Millionen aus. Möglicherweise ist mit 1½ bis 2 Milliarden die durchschnittliche Umlaufsziffer der Privatdiskonten getroffen. Der Zinssatz schwankte zwischen 1½ und 7%.

3. Diskontsatz der Reichsbank. Der Wechselbestand der Reichsbank schwankte von 1906 bis 1913 zwischen 800 Millionen und 2 Milliarden, ihr Diskontsatz zwischen 3½ und 7½%.

4. Rate für Handelswechsel. Der durchschnittliche Umlauf an Wechseln überhaupt betrug 1913 8½ Milliarden Mark. Ziehen wir die unter 2 und 3 genannten Summen ab, so bleiben etwa 5—6 Milliarden. Der Zinssatz war hier eng mit dem Diskontsatz verknüpft. Bei einem Teil der Wechsel war er wohl etwas billiger, bei einem anderen Teil dem Diskontsatz gleich, beim größeren Teil wohl durchweg höher.

5. Kontokorrentsatz. Die Debitoren der genannten 6 Berliner Großbanken betrugen Ende 1913 rund 3 Milliarden. Der Gesamtbetrag der im Kontokorrent verliehenen Gelder dürfte einer Summe von 7—9 Milliarden nahe gekommen sein. Der Zinssatz war gleichfalls mit dem Reichsbankdiskontsatz bezw. dem Reichsbanklombardsatz eng verkettet und überstieg letzteren in der Regel um 1 bis 3%.

6. Wertpapierzins. In Deutschland liefen 1913 zirka 40 Milliarden festverzinsliche Wertpapiere um (zirka 20 Milliarden Staatsanleihen, 6,3 Milliarden Kommunalanleihen, 4,6 Milliarden Industrieobligationen, 11 Milliarden Pfandbriefe). Der Zins schwankte in engen Grenzen je nach Bonität zwischen 3½ und 5 Prozent (vergl. oben S. 19).

7. Zins für ländliche und städtische Hypotheken. Der Gesamtbetrag betrug 65 Milliarden Mark. Davon sind, wie oben bereits erwähnt, zur Vermeidung von Doppelzählungen etwa 15 Milliarden, für die Pfandbriefe ausgegeben waren, in Abzug zu bringen. Der Zinssatz stellte sich nach Ort und Güte zwischen etwa 3½ und 6%, schwankte jedoch ebenfalls in sehr engen Grenzen.

8. Dazu kommen noch die Waren- und Gelegenheitskredite usw., wofür ein Betrag ziffernmäßig nicht angegeben werden kann, ebenso wenig wie für den Zins, der sich allerdings oft hoch gestellt haben dürfte.

Für die zirka 30 Milliarden Mark Aktien (Kurswert) bestand eine Verzinsungsnotwendigkeit juristisch bekanntlich überhaupt nicht, so daß von dieser Seite her eine Gefahr für den Geschäftsgang nicht drohen konnte.

Ebensowenig ist eine Zinsänderung bei den fundierten Schulden praktisch. Nur der größere oder geringere Betrag spielt hier eine Rolle.

Man kann sagen, daß der Zinssatz in den verschiedenen Gruppen hinsichtlich der Häufigkeit variiert umgekehrt proportional zu dem in ihnen angelegten Gesamtbetrage und ferner umgekehrt proportional zu der Dauer des Kredits.

Praktisch von Wichtigkeit sind daher die Wechsel- und Banksätze.

Das in seinem Zinssatz sehr veränderliche tägliche Geld kommt nur für einen eng begrenzten Personenkreis und für im Verhältnis zu den Gesamtkrediten kleine Beträge in Frage. Und vom Wohl und Wehe der hiervon Betroffenen ist der Fortgang der Konjunktur schließlich nicht abhängig.

Der ferner sehr veränderliche Privatdiskont — die Spanne zwischen Hoch- und Tiefpunkt von 1907 bis 1914 betrug mehr als 5%, — trifft roh geschätzt nicht mehr als 10—12% aller kommerziellen Kredite.

Die Kontokorrentkredite, welche die wichtigste Art der kommerziellen Kredite sind, schwankten im Preise für den einzelnen Kreditnehmer in der Vorkriegszeit kaum mehr als 2—2½%. Diese Schwankungen treffen auch nur zu für einen Teil des in den Unternehmungen arbeitenden Kapitals . Es ist weiter zu beachten, daß der Preis des Fertigproduktes nur zu einem Teile die Kosten für entsprechende Kapitalnutzung enthält, daß ebenso der Preis des Rohproduktes, der Lohnanteil u. a. darin enthalten ist. Möglicherweise spielt die Kapitalnutzung dabei die geringere Rolle. Schließlich hat die Konjunkturforschung ergeben, daß der tiefste Stand des Zinses beim tiefsten Stand der Depression und andererseits der höchste Stand des Zinses bei Rückgang der allgemeinen Geschäftstätigoder des „physical volume of trade") noch nicht erreicht, sondern daß das eine Mal noch ein weiteres Fallen, das andere Mal noch weiteres Steigen zu bemerken ist. Man müßte demnach annehmen, daß die Höhe des Zinses für das Eintreffen der Krise kaum von Bedeutung sein kann.[174])

[174]) Plenge sagt in seiner Diskontpolitik S. 201: „Man muß sich auch hierüber klar sein, daß alle Argumente gegen zu stark schwankende Preise, die man etwa aus dem Kerngebiet der Kartellbildung, auf dem Kohlenmarkt oder dem Effektenmarkt gelernt hat, auf die auf- und abtanzende Preisbildung des (offenen) Geldmarktes nicht zutreffen. Die Schwankungen des Geldmarktes wirken nicht tief genug, um die Produktion ähnlich stören zu können, wie jene der Preise, denn der für das Wirtschaftsleben vorbildliche Zinssatz ist ja vor allem der erheblich weniger schwankende Banksatz."

Eine sehr schöne Antwort gibt uns u. E. die nachfolgende Tabelle und graphische Darstellung. Die Grundlage dazu boten die vom „Deutschen Oekonomist" in der Vorkriegszeit jährlich zusammengestellten Bilanzen deutscher Banken. Die erfaßte Zahl betrug 1883 im ganzen 71 und im Jahre 1913 im ganzen 160. Es sind dort neben den Bruttogewinnen die absoluten Beträge der Einnahmen aus Diskont und Zinsen jeweils besonders angegeben. Setzt man nun diese Erträgnisse zu dem werbenden Kapital in Beziehung, so läßt sich folgende Tabelle und Kurve darstellen.

Tabelle Nr. 19.

Es betrugen in Prozent des jeweils werbenden Kapitals der Banken:

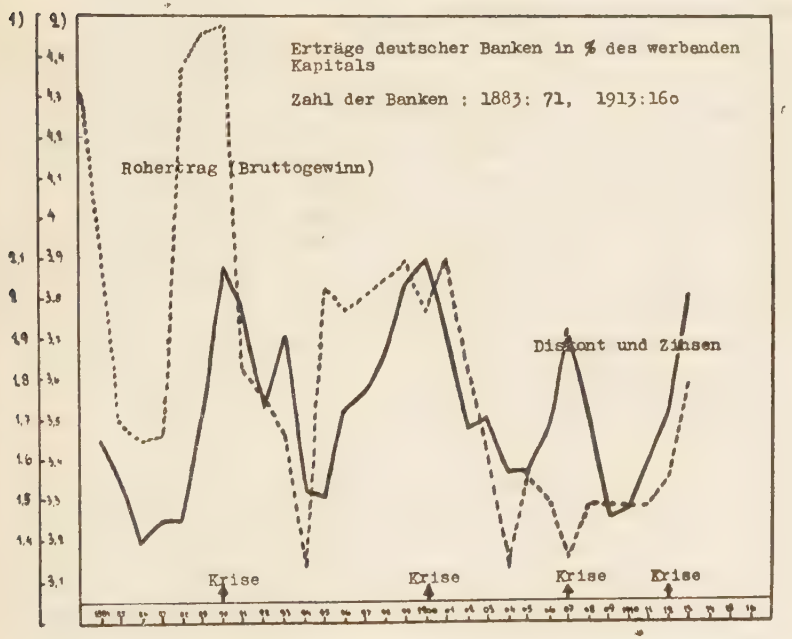
	Bruttogewinn	Diskont und Zinsen		Bruttogewinn	Diskont und Zinsen
1883	4,29	.	1901	3,89	1,92
4	3,91	1,65	2	3,63	1,68
5	2,49	1,55	3	3,34	1,70
6	3,45	1,39	4	3,11	1,57
7	3,46	1,45	5	3,36	1,57
8	4,37	1,45	6	3,30	1,68
9	4,46	1,70	7	3,16	1,72
1890	4,48	2,08	8	3,29	1,70
1	3,62	1,96	9	3,29	1,46
2	3,55	1,73	1910	3,28	1,48
3	3,47	1 91	1	3,29	1,59
4	3,13	1,52	2	3,35	1,73
5	3,83	1,51	3	3,59	2,02
6	3,77	1,73			
7	3,80	1,77			
8	3,85	1,87			
9	3,89	2,04			
1900	3,76	2,10			

Daß alle Zahlen — Anzahl der Banken, Summe des werbenden Kapitals, Summen des Bruttogewinnes und der Zinserträge — sich in diesem Zeitraum absolut erhöht haben, ist für unsere Tabelle, wo es sich um das Prozentverhältnis handelt, bedeutungslos.

Die Kurve zeigt deutlich das starke Auf und Ab der Bankzinsen. Eine säkulare Bewegung ist dabei nicht zu erkennen. Doch die zyklischen Variationen sind deutlich und bedeutungsvoll und kommen hier viel klarer zum Ausdruck als in den Zinskurven selbst. Wenn die Zinserträgnisse 1890 um 49,6% höher sind als 1886 und um 37,7% höher als 1895, 1900 um 39% höher als 1895 und um 33,7% höher als 1904/05, 1913 um 38,3% höher als 1909, so kann man das nicht gering nennen und ebensowenig einer solchen

Zinskostensteigerung einen geringen Einfluß zuschreiben. Zu diesen enormen Aenderungen in der Höhe kommt noch die Kürze der Zeit, innerhalb welcher sie vor sich geht, als verstärkendes Moment hinzu. Es ist nicht gut vorstellbar, daß der Kapitalbedürftige das Risiko, welches die weitere Kapitalaufnahme zu derart gestiegenen Zinsen bedeutet, mehr oder minder unberücksichtigt läßt.

Schaubild **11.**



[1]) Skala für Diskont und Zinsen in %.
[2]) Skala für Roherträge in %.

Eine Steigerung des Kontokorrentsatzes von — sagen wir — 6 auf 8% innerhalb weniger Jahre bedeutet auch tatsächlich keine geringe Erhöhung. Das wird noch deutlicher, wenn man nur bedenkt, daß die Steigerung 33⅓% beträgt. Die Zinsrate allein spiegelt im allgemeinen die Kosten des Kredites auch nicht exakt wieder. Je höher der Zins steigt, desto mehr pflegen auch die Nebenbedingungen für den Kreditnehmer sich zu verschlechtern, was eigentlich nichts anderes bedeutet als eine andere Art der Belastung der Risikoprämie.

Gewiß, es ist richtig, daß die Zinslast nur ein Unkostenfaktor in der Produktion ist und daneben noch so und soviele andere bestehen, es mag weiter richtig sein, daß eine, wenn auch nur geringe, Erhöhung des Arbeitslohnes leichter fühlbar ist als eine Zinserhöhung um etwa 1%. Doch auch der Zins ist ein Preis und hat wie jeder andere Preis die Funktion, zu wirken. Die Wirkung tritt um so schneller ein und ist um so entschiedener, einen je größeren Teil der gesamten Geschäftsunkosten die Zinskosten in einem Unternehmen ausmachen.

Allerdings ist die Wirkung einer Zinserhöhung bei den einzelnen Betrieben, auch wenn sie etwa die gleichen Zinskosten aufzubringen hätten, keineswegs dieselbe. Denn die Reinerträge der einzelnen Betriebe sind ungleich, da die sonstigen Produktionsbedingungen voneinander verschieden sind. Ein Betrieb kann solange fortgeführt werden, wie der Erlös die Kosten deckt. Wo dies nur noch eben der Fall ist, also in den sog. Grenzbetrieben, da ist die Gefahr, von einer Zinserhöhung empfindlich getroffen zu werden, durchaus akut. Die Gefahr ist umso größer, je angespannter der finanzielle Status des Betriebes an sich schon ist.[175]) Solche Grenzunternehmen scheiden zunächst aus der Volkswirtschaft aus und reißen — das ist das Entscheidende — andere mit sich.

Bei einzelnen Banken mag die Spanne zwischen den niedrigsten und höchsten Erträgen aus Zins und Diskont möglicherweise noch größer sein als unsere Tabelle anzeigt. Doch die Kurve ist u. E. ein guter Beweis, daß im allgemeinen die Fluktuation der Zinskosten nicht gering ist. Wäre es möglich, kürzere Zeiträume als ein ganzes Jahr zur Betrachtung heranzuziehen, so würden sich wahrscheinlich noch stärkere Schwankungen zeigen.

Ganz ohne Belang ist auch die Zinsfußschwankung für den langfristigen Kredit nicht. Am besten würde das ersichtlich sein aus den Bedingungen, denen die neu aufgelegten industriellen Anleihen sich unterwerfen müssen. Dafür fehlt aber aus der Vorkriegszeit das geeignete Material. Einen gewissen, wenn auch schwachen, Anhaltspunkt mag die Rendite der 3½% Deutschen Reichsanleihe bieten. Vom tiefsten Punkt des Jahres 1909 bis

[175]) Vergl. Gutenberg, Erich, Die Unternehmung als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Theorie, Berlin 1929, S. 50—63, insbesondere S. 59.

zum höchsten des Jahres 1913 (3,63 und 4,15%) zeigt sich immerhin eine Steigerung von 14,3%.

Die Zinskostensteigerung verliert auch dadurch ihren Charakter nicht, daß manchmal die Kreditaufnahme im Verlauf des Anstiegs zu einem schon etwas erhöhten Zins leichter fällt als zur Zeit der Depression, wo der Zins sehr niedrig, die Geschäftsaussichten aber sehr schlecht sind.

Es müßte interessant sein, für ganze Industrie- und Handelsgruppen festzustellen, wie groß sich im Verlaufe der Jahre die Zinskosten im Verhältnis zum Nettoprofit und im Verhältnis zu den übrigen Unkosten gestellt haben. Irgendwelche Vorarbeiten waren hierfür jedoch nicht zu finden. Die aufgestellten Bilanzen weisen auch großenteils die Zinsen nicht gesondert aus. Es dürfte aber kein Zweifel darüber bestehen, daß es die hohen Zinslasten gewesen sind, welche manches Unternehmen zur Liquidation gezwungen haben.

Freilich werden im Verlaufe der Konjunktur bei steigenden Preisen größere Kapitalbeträge benötigt und sind demnach die erhöhten Zinssummen auf die erhöhten Schuldsummen mit zurückzuführen. Aber die Steigerung der Zinsbelastung rührt ebensowohl her von dem erhöhten Zinsfuß wie von dem größeren in Anspruch genommenen Kapitalbetrage.

Daß die Zinssteigerung nach Erreichung der Spitze der Geschäftstätigkeit noch eine Weile andauert, ist nicht verwunderlich. Bei fortschreitender Konjunktur steigern sich die Unkosten der Unternehmungen. Ein Teil der steigenden Unkosten sind die steigenden Zinslasten. Der Reingewinn droht sich zu verringern. Neue Ausleihungen an die Firmen werden gewagter. Dadurch steigen die Zinsen weiter. Sie tendieren also dahin, sich selbst zu steigern. Gerade bei Eintreffen der Krise geraten die alten und die neu zu gebenden Kredite in Gefahr. Weiterhin sind alsdann auch die Banken meist genötigt, zum Schutze ihrer sowieso schon schlechten Liquidität einen höheren Zins als Abwehrmittel zu fordern.

Das besagt aber nicht, daß die Zinsen nicht schon vor Erreichung der Spitze für die Schuldner ein Anlaß zu ökonomischen Erwägungen und eine Mahnung zur Vorsicht sind. Der Zins ist einer von den gegenseitig aufeinander wirkenden wirtschaftlichen Fak-

toren. Er beeinflußt Unkosten, Profite, Preise und Geschäftspolitik ebenso, wie er von diesen Faktoren beeinflußt wird.

Eine Anmerkung für unser Schaubild sei noch nachgefügt. Dasselbe zeigt, daß die Steigerung der Roherträge der Steigerung der Zinserträge im allgemeinen vorangeht. Dies dürfte an der fast jeder wirtschaftlichen Hochkonjunktur vorangegangenen Effektenspekulation liegen. In den letzten Vorkriegsjahren dürften Fehldispositionen und Bilanzpolitik für die andersartige Gestaltung der Rohertragskurve verantwortlich zu machen sein. Im ganzen zeigen die Roherträge in der genannten Periode eine absteigende Linie.

2. Abschnitt: Die Kapitalbeschaffung.

§ 15. Allgemeines.

Es wurde bereits hervorgehoben, daß das Resultat der Inflation die Entblößung der Wirtschaft von Geldkapital war. Der Kapitalbedarf erstreckte sich sowohl auf langfristiges Kapital zur Verbesserung des Produktionsapparates wie auf kurzfristiges Kapital zum Ingangsetzen der Betriebe, zur Bezahlung von Rohstoffen und Löhnen.

Die gesamten eigenen und fremden Mittel der deutschen Geldinstitute stellten sich am Ende der Inflation im Vergleich zur Vorkriegszeit wie folgt:[176])

	Ende 1913 Milliarden Mk.	Ende 1923 Milliarden RM.
Sparkassen	19,7	0,1
Banken	13,4	2,7
Genossenschaften	4,6	0,4
Versicherungsinstitute	6,3	1,2
Zusammen	44,0	4,4

Das war eine Verminderung auf ein Zehntel der Vorkriegszeit.[177])

Man kann angesichts dieser Zahlen von einem absoluten Kapitalmangel sprechen.

Die erste Deckung erfolgte von Rentenbank und Reichsbank durch Ausgabe von Notenkrediten.

Der gesamte Geldumlauf bezifferte sich am Ende der Inflation auf 1143 Millionen Goldmark (Reichsbank- und Privatnotenbanken 155 Millionen, Notgeld einschließlich der als Stückgeld dienenden

---

[176]) Schacht, Die Stabilisierung der Mark, Berlin 1927, S. 144.

[177]) Nach Angaben des Statistischen Reichsamtes waren die fremden Mittel der deutschen Banken bis auf 14% des Bestandes von Ende 1913 herabgesunken. Vergl. Einzelschriften zur Statistik des Deutschen Reichs Nr. 3. Die deutschen Banken 1924 bis 1926, Berlin 1927, S. 34.

kleinen Stücke der Goldanleihe von 1923 im ganzen 988 Millionen, also zusammen 1143 Millionen Goldmark).[178] [179])

Dazu kamen allerdings die nicht unbeträchtlichen Devisenmengen, die während der Inflation zurückgelegt worden waren, die allerdings nur zum Teil als Zahlungsmittel dienten, zum anderen Teil zunächst außerhalb Verkehr blieben. Im Jahre 1924 flossen der Reichsbank aus solchen Devisen und aus Geschäften der Golddiskontbank im ganzen 1 Milliarde zu.[180]) Auch noch 1925 kamen einige hundert Millionen Devisen zum Vorschein.

Wie gesagt, wurde der erste Kreditbedarf durch Rentenbank und Reichsbank gedeckt und zwar auf folgende Weise:

1. Die Rentenbank konnte an Reich und Wirtschaft einen Betrag von 2,4 Milliarden Rentenmark ausgeben.
2. Die Reichsbank stellte darüber hinaus in den letzten Monaten des Jahres 1923 und im ersten Quartal 1924 der Wirtschaft 1,2 Milliarden zusätzlich zur Verfügung.

Durch diese Kapitalzufuhr (alias Kreditschöpfung) kam die Wirtschaft zunächst wieder in Gang. Ein geordneter Zahlungsverkehr begann wieder zu funktionieren. Auf dem Wege über Gehälter und Löhne sowie durch Barabhebungen bei der Reichsbank für diskontierte Wechsel kamen die Mittel in die Wirtschaft, um von hier aus zu bestimmten Teilen als Depositen und Spareinlagen wieder zu erscheinen, zum größeren Teile aber der Produktion direkt wieder zugeführt zu werden.

Die ersten Institute ,die hierdurch in den Besitz flüssiger Mittel kamen, waren die Postscheckämter, es folgten die Sparkassen und Girozentralen. Gleichzeitig zogen das Reich durch rigorose Steuerpolitik, die öffentlichen Betriebe wie Post und Bahn, großenteils auch die städtischen Versorgungsanstalten, durch rigorose Tarifpolitik Barmittel an sich. Die Banken folgten in dieser Entwicklung etwas später, da die große Masse des Konsum- und Genußmittelgewerbe zunächst am meisten von den Krediten profitierte und dieses Gewerbe den Sparkassen näherstand als den Banken.

---

[178]) v. Lumm, Karl: Die Wertsicherungen der Rentenmark in der Verordnung v. 15. Oktober 1923, Bankarchiv Oktober 1926.

[179]) In Conrads Jahrbuch, 3. Folge, 68. Bd. 1925, S. 7 wird allerdings berichtet, daß bis Oktober 1924 im ganzen 1070 Millionen Goldanleihe und Notgeld aus dem Verkehr gezogen wurden.

[180]) Conrads Jahrbücher, a. a. O., S. 501.

Die Kreditgewährung von Renten- und Reichsbank war eine echte Inflation und hatte auch deren Wirkungen im Gefolge. Freilich nicht im Ausmaße der vorhergegangenen Jahre. Daß es jetzt möglich war, den Zahlungsmittelumlauf um rund 2 Milliarden Goldmark in kurzer Zeit zu vermehren und die Preise und Devisenkurse sich nicht in entfernt dem Maße erhöhten, wie es während 1922/23 bei Vermehrung um etwa 200 Millionen Goldmark der Fall gewesen war, lag an der Verlangsamung des Zahlungsmittelumlaufes sowie auch daran, daß sich nicht mehr alles auf die Devisen konzentrierte und von diesen mitgerissen wurde. Die Mark war auch wieder „Wertaufbewahrungsmittel" geworden. Infolge dieser Kreditgewährung wurde die Krise verschleppt, welche durch die Inflation bedingt war, und zwar bedingt sein mußte, weil

1. die hohen Unternehmer- und hunderterlei Spekulationsgewinne der Inflationszeit aufhörten, die niedrigen Löhne und Gehälter der Inflationszeit aber eine Umbildung erfahren mußten, also eine andere Einkommensbildung Platz griff, die eine Verschiebung des Bedarfs und damit eine völlige Verschiebung der Absatzmöglichkeiten im Gefolge hatte, worauf die Produktion nicht eingerichtet war und also ein Umbildungsprozeß erfolgen mußte,
2. die Stabilisierung die auch während der Inflationszeit zum Teil tatsächlich schon herrschende Unrentabilität vieler Betriebe klarlegte und eine Rationalisierung und Konzentrierung bedingte, wobei auch die kleine Kapitaldecke in gleicher Richtung wirkte.

Durch die Krediteinschränkung der Reichsbank vom 7. April 1924 wurde die Kapitalnot wirklich fühlbar und den neuen Inflationsgewohnheiten ein Ziel gesetzt. Von Mai bis Juli wurde die Krise schon sichtbar. Es zehrte aber die Wirtschaft noch von den zutage kommenden Devisen. Durch die Annahme des Dawesplans wurde alsdann die Grundlage zur Aufnahme von Auslandsanleihen geschaffen. Zwar hatten die deutschen Banken auch schon vorher von ausländischen Banken Kredite erhalten. Diese hielten sich aber in bescheidenen Grenzen. Erst nach Annahme des Dawesplanes trat größere Kreditwilligkeit im Auslande hervor. Und nun wurde durch dieses Auslandskapital die Krise ein zweites Mal unterbrochen. Die Auslandskredite bewirkten zunächst wieder eine Zahlungsmittelausweitung, wie es die Rentenmarkperiode gewesen war, indem nämlich jetzt die Reichsbank zwar weiter ihre Restriktionspolitik mit geringer Lockerung beibehielt, aber auf der

anderen Seite gegen Hereinnahme von Devisen Reichsmarknoten ausgab, wobei ihr nur ein Teil der Devisen zu Einfuhrzwecken wieder entzogen wurde. Die Folge war wiederum eine Art Hochkonujnktur, die mit Aufhören der Zahlungsmittelvermehrung im Frühjahr 1925 ihr Ende fand. Um die gleiche Zeit hörte auch auf einige Wochen die weitere Zufuhr von Auslandskrediten auf. Zunächst schuf nun die Wirtschaft „Ersatzzahlungsmittel", Buchkredite und Wechsel (Hahn). Im Herbst jedoch wurde bei Fälligwerden der Wechsel die Falschkonstruktion der Wirtschaft endgültig offenbar und brach die Krise aus. Nachdem diese voll im Gange war, ging auch der Zahlungsmittelumlauf zurück. Nebenher fand Entlassung von Arbeitern statt. Die Zahl der Arbeitslosen stieg ständig von August 1925 bis Ende Februar 1926, als die Höchstziffer von 2.058.412 erreicht wurde.

Gleichzeitig ging man daran, eine „Rationalisierung" und „Konzentrierung" vorzunehmen, den Wirtschaftsapparat auf andere Grundlagen zu stellen. Dies war die Voraussetzung für ein besseres Ineinandergreifen der „Räder der Wirtschaft". Mitten in diesen Rationalisierungsprozeß fiel im Mai 1926 der englische Bergarbeiterstreik, der zunächst der deutschen Kohlenindustrie außerordentliche Absatzmöglichkeiten verschaffte und nicht minder den Reedereien eine Zeit guten Verdienstes brachte. Von der Kohlenindustrie übertrug sich die bessere Geschäftslage auf dem Wege über die Eisen- und Eisen verarbeitende Industrie nach und nach auf weitere Zweige der Wirtschaft, so daß der Tiefpunkt der Konjunktur 1926 noch überwunden wurde und teils gegen Ende 1926, im übrigen Anfang 1927 ein erheblicher Aufschwung sich einstellte, der nicht zuletzt durch erhebliche Auslandsanleihen und vermehrte innere Kapitalbildung angeregt und unterhalten wurde. Frühjahr 1927 ging dieser Aufschwung in eine Hochspannung über, wobei gegen Ende des Jahres bereits einige Ermüdungszeichen sichtbar wurden. Die Verbrauchsgüterindustrie zeigte schon gegen die Jahreswende einen Beschäftigungsrückgang. Die Ende 1927 und Anfang 1928 mehrfach für die nächste Zukunft vermutete Krisis blieb 1928 jedoch aus. Es scheint, als wären hierfür exogene Einflüsse maßgebend gewesen. Diesmal allerdings nicht so sehr amerikanische Kredite. Zwar gelangten noch erhebliche Beträge nach Deutschland. Doch die Versteifung am amerikanischen Markt zeigte, daß auch für Amerika eine Grenze für die Abgabe nach auswärts be-

steht. Vielmehr dürfte es sich 1928 um französische Kredite gehandelt haben, die von dem dortigen leichten Geldmarkt das höhere deutsche Zinsniveau aufsuchten und hier weiter anregend wirkten. Nichtsdestoweniger war schon Anfang 1928 der Höchststand des Beschäftigungsgrades überschritten und in der Folgezeit ein weiterer Rückgang bemerkbar, der sich gegen Ende des Jahres unter den in gleicher Richtung wirkenden Saisoneinflüssen wesentlich verschärfte.

§ 16. Der inländische Geldmarkt.

Es wurde im theoretischen Teil erörtert, daß der Geldmarkt mit dem Stückgeld enge Beziehungen hat und daß nach Hahn Reichsbankkredite den Geldmarkt verflüssigen. Es fragt sich nun, ob die Beziehungen so sind, daß jeweils ein hoher Geldumlauf mit niedrigem und ein niedriger Geldumlauf mit hohem Zins verbunden ist.

Erwähnt wurde bereits, daß im Jahre 1924 die Notenkredite der Reichsbank sehr in die Höhe gingen.

Ueber die Gestaltung des Geldumlaufes vergl. die nachstehende Kurve.

Es ist eine stetig ansteigende Linie bis zum Schlusse der Periode, am stärksten steigend 1924 und 1925. Im Jahre 1924 und teils auch 1925 mag dies in erheblichem Umfang eine Ersetzung der unkontrollierbaren Devisenmengen durch inländische Zahlungsmittel gewesen sein. Weit mehr aber war es die Folge größerer Kassenhaltung aus dem wachsenden Vertrauen in die deutsche Währung heraus und die Verlangsamung der Umlaufsgeschwindigkeit.

Es könnte sein, daß der erhöhte Stückgeldumlauf zusammenhängt mit einem geringeren Wechselumlauf.[181])

Die Zahl der in Umlauf gesetzten Wechsel betrug:

	1910	1913	1924	1925	1926	1927	1928
in Milliarden ℛℳ	31,0	34,4	31,3	45,1	35,7	45,1	52,6

Gegenüber dem Jahre 1913 ließe sich dieses Argument nach vorstehenden Zahlen bis zum Jahre 1927 einschließlich aufrecht erhalten, wenn man die Geldentwertung dabei berücksichtigt, nicht aber mehr im Jahre 1928. Aber auch für die übrigen Jahre dürfte das Argument nicht besonders stichhaltig sein.

---

[181]) Vergl. hierzu Dreyse, Strukturwandlungen des Zahlungsverkehrs, Bankarchiv September 1927, Nr. 23.

Zunächst hatte das Jahr 1913 selbst seine Eigenarten (vergl. unsere früheren Abhandlungen über die Periode 1908—1913). Das Jahr 1913 war nicht so, daß man alle möglichen Verhältnisse — landläufig — als „normal" bezeichnen konnte. Dann aber ist zu bedenken, daß die Ausdehnung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in entgegengesetzter Richtung gewirkt hat und noch weiter wirkt. Das gilt sowohl insgesamt wie für die einzelnen Monate.

Vom bargeldlosen Zahlungsverkehr sind statistisch nur erfaßbar der Abrechnungsverkehr, der Giroverkehr und der Postscheckverkehr. Wir betrachten hiervon den Postscheckverkehr und den Giroverkehr der Reichsbank (vergl. folgende Tabellen).

Auch diese Kurven sind eindeutig nach oben gerichtet, mit Hemmungen und Rückschlägen in einzelnen Monaten. Dasselbe gilt vom Abrechnungsverkehr der Reichsbank, der nach Umfang und Bedeutung gegenüber der Vorkriegszeit verloren hat, da der Scheck gegenüber dem Ueberweisungsverkehr zurückgedrängt ist. Auch sonst zeigen sich Strukturwandlungen. Hervorzuheben ist da insbesondere die Kurve des Geldumlaufs. Während in Vorkriegszeiten die Papiergeldumlaufsteigerung an gewöhnlichen Monatsenden 100—150 Millionen Mark betrug, stellte sie sich 1926—1928 durchschnittlich auf etwa 500—700 Millionen Reichsmark. Die damaligen Quartalssteigerungen um 500—600 Millionen Mark fallen jetzt nicht mehr besonders auf. In unserer Kurve, bei der der Umlauf an den Monatsenden zugrunde gelegt ist, wird dies nicht offenbar. Das Jahr 1928 allerdings zeigt wieder ein eigenartiges Hervortreten von Quartalsanspannungen.

Tabelle Nr. 20.

Entwicklung des Reichsbankgiroverkehrs.[182]

(in Milliarden Reichsmark)

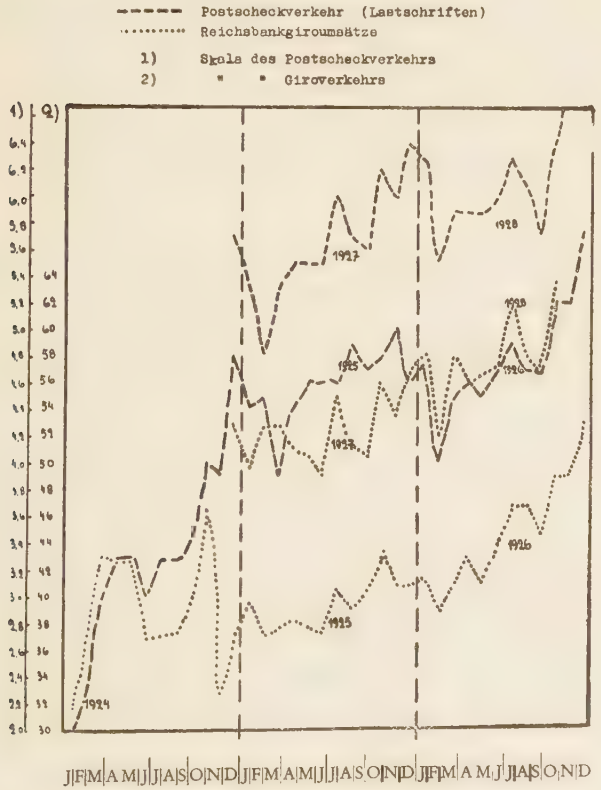
	1924	1925	1926	1928	1928
Januar	31,6	39,6	41,5	49,9	58,1
Februar	37,2	37,2	38,6	52,5	52,0
März	43,5	37,9	42,7	52,7	58,0
April	42,8	38,1	43,4	51,0	56,0
Mai	42 8	37,8	41,0	50,6	56,7
Juni	37,0	37,1	43,5	48,7	57,3
Juli	37,3	40,6	46,9	55,0	62,0
August	37,4	38,8	46.7	51,5	58,0
September	39,7	40,2	44 1	50,1	54,8
Oktober	46,7	43,7	48,8	56,6	63,6
November	32,5	40,6	49,0	53,9	57,8
Dezember	36,9	40,7	53'2	56,8	60,8

[182]) Verwaltungsberichte der Reichsbank und Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung.

Entwicklung des Postscheckverkehrs.[183])
(Lastschriften in Milliarden Reichsmark)

	1924	1925	1926	1927	1927
Januar	1,9	4,4	4,7	5,3	6,3
Februar	2,3	4,5	4,0	4,8	5,5
März	3,0	3,9	4,5	5,3	5,9
April	3,3	4,4	4,6	5,5	5,9
Mai	3,3	4,6	4,5	5,5	5,9
Juni	3,0	4,6	4,7	5,5	6,0
Juli	3,3	4,6	4,9	6,0	6,3
August	3,3	4,9	4,7	5,7	6,1
September	3,4	4,7	4,7	5,6	5,7
Oktober	4,0	4,8	5,2	6,2	6,7
November	3,9	5,0	5,2	6,0	6 3
Dezember	4,8	4,6	5,7	6,4	6,3

Schaubild **12.**



[183]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung.

Die Wandlung dürfte darin zu suchen sein, daß sehr viele Zahlungen ,vor allem Beamten- und Angestelltengehälter sowie Wohnungsmieten nicht mehr vierteljährlich, sondern monatlich gezahlt werden.

Ein zweites Argument ist die geringere Kassenhaltung der Banken.[184]) (1900: 12,5% der Einlagen, 1905: 9,5%, 1911: 7,2%, 1913: 7,4%, 1924: 6,1%, 1925: 5,5%, 1926: 4,4%.)

Ein drittes Argument, besonders für die Jahre 1925 und 1926, ist „der Lauf der öffentlichen Gelder, die während des Monats in den Verkehr geleitet und am Monatsende wieder abgezogen werden, was wieder die Reichsbank belastet nach vorheriger an sich nicht gerechtfertigter Kreditausweitung".[185])

Die Höhe des Notenumlaufes aber, bezw. die allmähliche Steigerung, dürfte ein Ausdruck des Wachstums der Wirtschaft sein, wenn wir von 1924 absehen. Insbesondere ist es die Verbrauchswirtschaft, welche für den Stückgeldumlauf bestimmend ist. Der Beweis hierfür liegt in dem Parallelismus des Weihnachts-, des Oster- und Pfingstgeschäftes mit höherem Notenumlauf sowie in der die Arbeitslosigkeit begleitenden „Arbeitslosigkeit der Geldkapitalien".

Die Produktionswirtschaft bedient sich mehr des Giralgeldes. Wenn viel Stückgeld gebraucht wird, so bedeutet das nichts anderes als eine Inanspruchnahme und Anspannung des Geldmarktes.

Hoher Notenumlauf und hoher Geldzins laufen auch stets parallel. In weitem Maße gilt das auch von den Postscheckumsätzen und dem Geldzins, da es sich beim Postscheckverkehr großenteils um Konsumgelder handelt. Billiger Geldzins und hoher Geldumlauf laufen demnach nicht parallel, sondern eher entgegengesetzt.

Trotzdem bleibt natürlich wahr, daß Reichsbankkredite den Markt verflüssigen und Rückziehungen der Reichsbank ihn verknappen. Man hat nämlich dabei von dem jeweiligen Zustand auszugehen. Wenn z. B. die Reichsbank zu gewissen Zeiten (Jahresultimo) nicht größere Kredite geben würde, so würde der Marktsatz sich noch stärker erhöhen.

---

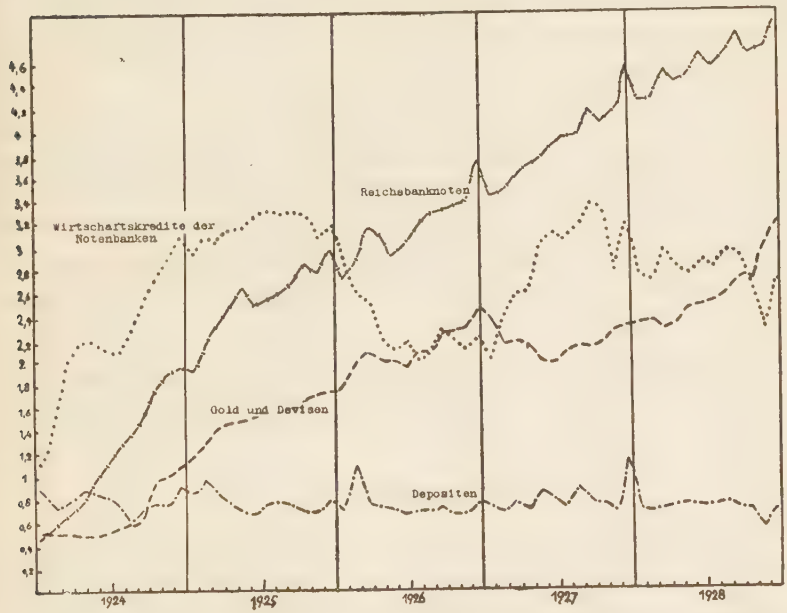
[184]) Dreyse a. a. O.
[185]) Ebenda.

Status der Notenbanken.

Fragt man, wie die Geldumlaufsvermehrung zustande gekommen ist, so gibt das folgende Schaubild darüber Aufschluß.

Schaubild **13**

in Milliarden Reichsmark



Das Bild gibt zugleich kund, daß nicht allein inländische Verhältnisse für den Geldumlauf und den Geldzins maßgebend gewesen sind. Von Anfang 1924 bis zum Hochsommer 1925 sehen wir ein fortwährendes Ansteigen der drei Kurven „Gold und Devisen", „Wirtschaktskredite" und „Notenumlauf". Bis September 1924 ist die Notenumlaufsvermehrung von „Gold und Devisen" ziemlich unabhängig gewesen. Infolge der Dawesanleihe tritt dann bei „Gold und Devisen" eine plötzliche starke Steigerung ein. Von da an bis Hochsommer 1925 steigen die Kurven ziemlich parallel. Dann aber sinken die Wirtschaftskredite beträchtlich bis Anfang 1927 mit kleineren Erhöhungen im Dezember 1925, Juni, September und Dezember 1926. Der Geldumlauf gestaltet sich aber fast parallel zum Gold- und Devisenfonds, der vom Auslande her vergrößert wurde. Bis Ende Juni 1927 sinkt alsdann die Deckungs-

reserve beträchtlich, während die Wirtschaftskredite in doppeltem Ausmaße steigen und damit auch der Notenumlauf weiter steigt — eine offenbare Fälschung des Mechanismus der Goldwährung. Dann aber steigen die Deckungsreserven weiter bis zum Schluß der Periode und ist die Umlaufsmittelvermehrung wiederum hierauf zurückzuführen, zumal seit Oktober 1927 die Wirtschaftskredite wieder fallende Tendenz zeigen. Die Erhöhungen des Geldumlaufs an den Quartalsenden korrespondieren mit entsprechenden Bewegungen der Wirtschaftskredite.

Auf eine Verflüssigung des Geldmarktes haben also Devisenzuflüsse und Umfang der Wirtschaftskredite gleichzeitig hingewirkt von Sommer 1925 bis Anfang 1927 und von Herbst 1927 bis zum Schluß 1928. Auf eine Versteifung wirkten Devisenabflüsse und Steigerung der Wirtschaftskredite von Anfang 1927 bis etwa zur Mitte desselben Jahres, wobei die Steigerung der Wirtschaftskredite bis September anhielt.

Der Notenumlauf der Reichsbank hat sich allerdings auch zu einem Teil infolge Ersatz von Rentenbankscheinen erhöht.

Bankbilanzziffern.

Gewisse Anhaltspunkte geben uns auch die Bilanzziffern der Depositeninstitute. Diese zerfallen in sieben Gruppen: 1. Aktien- und Privatbanken, 2. Staats- und Landesbanken, 3. Oeffentlich-rechtliche Anstalten, 4. Girozentralen, 5. Sparkassen, 6. Genossenschaften, 7. Postscheckämter.

Da es sich hier um Aufzeichnung von Tendenzen handelt, kann der größte Teil dieser Institute unberücksichtigt bleiben. Die Guthaben der Postscheckämter haben sich fast fortwährend zwischen 500 und 700 Millionen Reichsmark gehalten, meist sogar zwischen 500 und 600 Millionen — eine Parallelerscheinung zu dem Stand der Depositen bei der Reichsbank.

Die wichtigsten Institute sind die Sparkassen und Aktienbanken. Von letzteren betrachten wir wiederum nur 6 Berliner Großbanken, die Zweimonatsbilanzen veröffentlicht haben und deren Bilanzsummen den weitaus größten Teil der Summen sämtlicher Privatbanken ausmachen.

Das Jahr 1924 muß unberücksichtigt bleiben, weil die Veröffentlichung von Zweimonatsbilanzen erst ab Februar 1925 erfolgte und die Sparkassenstatistik erst im November 1924 für Preußen und im August 1925 fürs Reich aufgenommen wurde. Zur Aufzeichnung der Tendenz genügt bei den Sparkassen die Angabe der Ziffern der preußischen Sparkassen. Das Verhältnis der gesamten Einlagen der Sparkassen Preußens zu den Einlagen bei den Sparkassen des Reichs kann etwa mit 72 zu 100 angenommen werden.[186])

Tabelle Nr. 21.

Es betrugen die Kreditoren in Millionen Reichsmark

am	bei 6 Berliner Großbanken[187]) insgesamt	davon in 7[188]) Tagen fällig	bei den preußischen Sparkassen langfristig	kurzfristig
31. 12. 24	3 192,5	1 440,8	396,2	.
28. 2. 25	3 571,6	1 480,4	553,0	.
30. 4. 25	3 942,6	1 693,2	682,0	.
30. 6. 25	4 127,4	1 687,9	797,0	.
31. 8. 25	4 139 6	1 688,0	898,6	.
31. 10. 25	4 330.2	1 644,1	996,9	585,0
31. 12. 25	4 519,3	1 852,8	1 096,4	600,0
28. 2. 26	4 530,2	1 837,2	1 296,2	653,0
30. 4. 26	4 731,8	1 968,0	1 426,3	688,0
30. 6. 26	4 856,7	2 143,5	1 557,4	717,0
31. 8. 26	5 101,6	2 163,1	1 699,0	757,0
31. 10. 26	5 517,1	2 289,6	1 850,7	762,0
31. 12. 26	5 969,3	2 428,2	2 018,9	765,0
28. 2. 27	6 274,5	2 445,2	2 321,4	860,0
30. 4. 27	6 551 8	2 584,7	2 493,9	846,0
30. 6. 27	6 408,8	2 524,2	2 592,0	782,0
31. 8. 27	6 600,1	2 338,8	2 727,8	794,0
31. 10. 27	6 871,8	2 457,5	2 840,7	762,0
31. 12. 27	7 607,7	2 622,0	2 988,3	766,0
28. 2. 28	7 736 6	2 534,1	3 352,2	875,0
30. 4. 28	8 617,2	3 297,8	3 545,4	874,0
30. 6. 28	8 692,8	3 289,6	3 713,4	890,0
31. 8. 28	8 798,7	3 186,1	3 916,7	
31. 10. 28	9 461 3	3 250,6		

Diese Tabelle zeigt, daß die Einlagen während der Geldflüssigkeit im Jahre 1926 verhältnismäßig stark zugenommen haben, daß die Steigerung 1927 während der Hochkonjunktur geringer wurde und sich beim Absinken im Jahre 1928 wieder verstärkte.

---

[186]) Vergl. Conrads Jahrbücher, 3. F., 72. Bd. 1927, S. 118.
[187]) Ab 30. 4. 1928 7 Banken.
[188]) Von der Kundschaft bei Dritten benutzte Kredite und Bankguthaben sind hierin nicht enthalten.

Die Höhe der kurzfristigen Guthaben ist wegen ihres Charakters als Zahlungsmittelguthaben einer größeren Abwechselung unterworfen. Die Gesamteinlagen zeigen nur einmal, und zwar nur bei den Großbanken, einen Rückgang hinter den letzten Stand, nämlich Juni 1927. Das hängt mit der Art der Entstehung der Einlagen zusammen und soll an Hand der nächsten Tabelle erklärt werden (Vergl. Tabelle S. 151).

Zunächst sind die Bilanzziffern, allgemein gesehen, ein Spiegelbild des Wachstums der Wirtschaft. Die Entwicklung der Einzelposten innerhalb dieser Zeitperiode ist jedoch keineswegs gleichartig gewesen. Die Kassenbestände und Guthaben bei Notenbanken, die am Jahresende jeweils am höchsten waren (1925: 5,5%, 1926: 4,3%, 1927: 4,3% der Kreditoren), und auch im Juni der Jahre 1925—1927 sich über den Stand der übrigen Termine erhoben, haben sich im ganzen zwar mit der Bilanzendsumme erhöht, sind aber relativ zurückgeblieben (weitere Ausdehnung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs!). Eine autonome Depositenbildung (Kreditschöpfung) scheint insbesondere 1926 und im ersten Drittel des Jahres 1927 vorgelegen zu haben, wofür die starke Vermehrung der Reports und Lombards ein Ausdruck sein dürfte. Nach der Einschränkung der Börsenkredite vom 13. Mai 1927 nehmen Reports und Lombards einerseits und die Kreditoren andererseits gleichzeitig ab. Es ist der einzige Fall in der Zeit, wo die Kreditoren sich verringern. Später sind die Kreditoren weiter gestiegen, die Reports bis Februar 1928 jedoch noch weiter gesunken. Die Reports betrugen noch Ende Oktober 1925 2,3% der Kreditorensumme, stiegen auf 6,5% Ende Juni und 11,2% Ende Oktober 1926, auf 13,6% Ende Februar und 13,1% Ende April 1927, fielen dann aber stark auf 9,1% Ende Juni 1927 und 6,9% Ende Februar 1928. Alsdann erfolgte wieder ein Anstieg. Ein ähnlicher Vorgang findet sich bei den „gedeckten" Debitoren, in denen die Spekulationskredite der Kundschaft zumeist enthalten sind. Die gedeckten Debitoren nehmen 1926 rasch zu bis zum April 1927, während die ungedeckten Debitoren, die ausschließlich gewerblichen Kredit darstellen, von Mitte 1925 ab bis Mitte 1926 absolut und relativ abnehmen, dann aber stärker steigen als der Mischposten „gedeckte Debitoren".

in Millionen Reichsmark.

	Kassa-Guthaben bei Noten- und Abrechnungsbanken	Nostro-Guthaben	Wechsel- u. Schatzanweisungen	Reports und Lombards	Waren-Vorschüsse	Börlengängige Effekten	Debitoren: gedeckte	Debitoren: ungedeckte	Aktienkapital	Reserven	Kreditoren: insgesamt	Kreditoren: davon: Provisionsfreie Einlagen	Kreditoren: davon: sonstige Kreditoren	Kreditoren: davon: innerhalb 7 Tagen fällig	Akzepte und Schecks	Bilanzsumme
31. 12. 1913	360,13	325,15	1 775 91	760,13	509 82	425,49	2 207 79	760,61	1 140.–	350,82	4 851,78	2 254,30	2 119,70	2 485,3	1 329 67	7 838,79
1. 1. 1925	105,6	458.—	37,1	17,1	74,73	56,8	127,2	131.6	452,02	169,22	1 057,5	33,3	134,9	155,5	1,56	1 690,6
31. 12. 1924	194,5	628.8	855.1	41,5	260,6	51,5	785,1	692,2	452,0	169,26	3 192,5	1 327'9	1 177,8	1 440,8	21,7	3 895,5
28. 2. 1925	85 1	624 8	883,5	53 7	332,8	62,1	994,4	879 3	452,	170,3	3 571,6	1 286,5	1 501,4	1 480,4	83,2	4 319,3
30. 4. 1925	104,—	658 1	1 010,2	67,1	360,1	58,3	1 103,5	997,5	450,—	177,7	3 942,6	1 444,3	1 548,8	1 693,2	186,7	4 786,4
30. 6. 1925	167,3	608,8	1 095,2	68 8	343,5	60,9	1 186,6	1 065,2	452,–	178,1	4 127,4	1 549,2	1 619,9	1 687,9	231.–	5 013,7
31. 8. 1925	121,7	583,1	1 113 4	82,1	339,1	62·3	1 259 4	1 073,7	452,-	177,7	4 139,6	1 705,2	1 570,1	1 688,	260 –	5 051,3
31. 10. 1925	111,7	634,9	1 142,0	101,3	392 2	61,2	1 343,5	1 047 7	452,–	177,7	4 330,2	1 760, -	1 702,9	1 644,1	257,8	5 249,8
31. 12. 1925	248,5	642,4	1 248 8	121.4	443 3	58,3	1 462,0	838,7	452.–	177,7	4 519,3	2 126,8	1 464,2	1 852 8	236,2	5 454,1
28. 2. 1926	109,2	631,8	1 243,9	184,8	439,5	66,3	1 504,4	895,3	452,—	177,7	4 530,2	2 194 7	1 405,2	1 837,2	241.5	5 466.2
30. 4. 1926	120,4	592,3	1 382,9	230.6	384,3	74 9	1 583,0	871.2	452,—	179,3	4 731,8	2 281,3	1 458,4	1 968	243,1	5 655,8
30. 6. 1926	144,8	703,3	1 397,4	312,1	350,7	66,8	1 619 4	793,6	452,—	179,3	4 856,7	2 411,9	1 544 4	2 143,5	232 5	5 784,1
31. 8. 1926	127,2	730,7	1 338,6	472,6	336,7	79,2	1 761 3	776,8	452,—	180 4	5 101,6	2 578,4	1 611,6	2 163,1	249,2	6 038,2
31. 10. 1926	149,3	762,8	1 413,5	628,1	387,7	79,9	1 964,3	806,8	509. -	208 4	5 517,1	2 728,5	1 785,7	2 289,6	282 6	6 595,2
31. 12. 1926	261 5	786,2	1 555,0	719 9	457,1	85,4	2 113,7	734,8	509, -	211,4	5 969,3	2 951,9	1 992,9	2 478 2	323,6	7 113,3
28. 2. 1927	133 9	816,1	1 427,1	856 4	514,9	93,2	2 350,7	842,0	509, –	213,4	6 274,5	3 021,1	2 135,—	2 445,2	361,2	7 446,9
30. 4. 1927	183,6	848,7	1 412 6	856,7	553,1	85 9	2 509 4	907,6	527, -	241,6	6 551,8	3 121,9	2 344,8	2 584,7	406,4	7 798 8
30. 6. 1927	216,8	843 1	1 372,7	587,—	553,6	82,8	2 542,5	976,4	527,	241.7	6 408,8	3 034,2	2 358,2	2 524,8	403.9	7 639,1
31. 8. 1927	188,9	880 2	1 429,1	591 9	544,7	93 5	2 639,1	1 092,0	527,—	241,7	6 600,1	3 159,3	2 404,7	2 338,8	398,7	7 831,7
31. 10. 1927	215,9	920,5	1 508,7	530,6	618,9	99,8	2 783,3	1 408 5	527, -	241,7	6 871,8	3 244,5	2 496,5	2 457,5	419,8	.
31. 12. 1927	326,7	1 033,6	1 857,5	530,2	775 5	100,8	2 767 5	1 028,1	527,	242,8	7 607.7	2 500,9	3 709,5	2 621.9	394.1	8 869,2
28. 2. 1928	170 5	920,2	2 022,2	536 2	814,6	111,7	2 889,9	1 194 1	527, -	246,7	7 736 6	3 581,7	2 644,7	2 534 1	408,6	.
30. 4. 1928	208,5	949 9	2 111 3	581,8	875,4	108,4	2 989,5	1 193,3	527,—	253,3	8 091,4	—	—	3 112 2	393,1	.
30. 6. 1928	226 7	929 7	2 080 4	667.7	948,6	111,7	2 998 —	1 162 3	527,–	253,3	8 200,6	—[190]	—	3 153 0	385,3	.
31. 8. 1928	178 7	944.0	2 015;7	630,1	1 022,6	111,5	3 134 5	1 203 8	527,	253.3	8 293,3	—	—	2 996,1	338,2	.
31. 10. 1928	209,2	1 016,2	2 332,1	630,6	1 145 6	118 0	3 245,1	1 185,6	527,–	253 3	8 823,0	—	—	3 086,3	399,1	.
31. 12. 1928	419,7	1 125,5	2 482 4	641,7	1 396,8	112,6	2 643,8	1 362,8	505,–	252,1	9 443,8	—	—	3 557,5	403,6	10 891 0

[189]) Deutsche Bank, Diskonto-Gesellschaft, Darmstädter- und Nationalbank, Commerz- und Pivatbank, Mitteldeutsche Creditbank

[190]) Infolge Aenderung des Bilanzschemas nicht mehr ausgewiesen.

Einen verhältnismäßig hohen Stand zeigen fortwährend die Nostroguthaben, insbesondere 1926 und 1927. Sie deuten darauf hin, daß den Banken während dieser Zeit sehr hohe Auslandskredite zugeflossen sind.

Auffallend niedrig sind dagegen im Jahre 1927 die Wechselbestände, die trotz des gewerblichen Aufschwungs und trotzdem der Wechselumlauf sich Ende 1927 um rund 3 Milliarden Reichsmark höher stellte als Ende 1926, Ende 1927 nur um 3025 Millionen, d. h. nicht ganz 20% höher waren als Ende 1926. Der Bestand war Ende 1926: 1555 Millionen, Ende 1927 dagegen 1857,5 Millionen Reichsmark. Die Erklärung liegt darin, daß in diesem Jahre 1927 die meisten Wechsel wieder weitergegeben wurden zur Reichsbank, deren Bestand sich im gleichen Zeitraum um 120% vermehrte.

Freilich muß immer wieder beachtet werden (siehe theoretischen Teil), daß die Mittel der Banken nicht voll zum Geldmarkt gehören. Doch die Banken vollziehen gewissermaßen den Transformationsprozeß vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt. Andererseits sind auch die Mittel des Kapitalmarktes von Bedeutung für den Geldmarkt, da sie diesen zeitweise sehr stark beeinflussen können, weil sich stetig Uebergänge ereignen.

§ 17. Der inländische Kapitalmarkt.

Es muß stets sehr starken Bedenken begegnen, vom inländischen Kapitalmarkt der vergangenen Jahre und seinen Mitteln zu sprechen, ohne gleichzeitig auf die Auslandskredite Bezug zu nehmen. Einmal haben die Auslandskredite den Inlandsmarkt überhaupt erst wieder in Gang gesetzt, andererseits ist ein Teil der auf dem inländischen Kapitalmarkt hervorgetretenen Mittel während verschiedener Perioden sehr wahrscheinlich vorher vom ausländischen Kapitalmarkt herangeholt worden. Außerdem ergänzen die Emissionen ja stets einander. Doch erfordern die Auslandskredite wegen ihrer grundsätzlichen Bedeutung sowie wegen ihrer Zinssätze eine besondere Betrachtung. Dabei wird auch ein näherer Blick auf die Verhältnisse der Auslandsmärkte selbst, sowohl der Geldmärkte wie der Kapitalmärkte zu werfen sein.

Schon bei der Darstellung des Geldmarktes konnten wir nicht umhin, auf Auslandseinflüsse aufmerksam zu machen. Noch weniger

ist es hier der Fall. Wir glauben daher, die tatsächlich vom Ausland erhaltenen Mittel hier an dieser Stelle miterwähnen zu sollen, um alsdann im folgenden Paragraphen das Grundsätzliche sowie die für die Auslandskredite zu zahlenden Zinsen zu behandeln.

Mit der Dawesanleihe beginnt der Zufluß von Auslandsanleihen, der sich bis zum Schluß der Periode in starkem Maße gehalten hat. Im zweiten Quartal 1925 sowie im ersten Halbjahr 1927 war allerdings die Summe der Auslandskredite sehr gering und sank sogar teils auf den Nullpunkt herab. Dasselbe Bild wiederholt sich im Hochsommer 1928. Die Ursachen sind verschiedene. 1925 scheint es die noch herrschende Unsicherheit und ein gewisses Mißtrauen Deutschland gegenüber gewesen zu sein. 1927 war es die Sperre gegen Auslandsanleihen und zwar der öffentlichen Anleihen sowie die Aufhebung der Kapitalertragssteuerfreiheit, welche im Juni wieder gewährt wurde. 1928 war es einmal die saisonmäßige Flaute, dann aber war der amerikanische Markt selbst versteift. Und schließlich war auch ein gut Teil der Unternehmen, welche vornehmlich für Auslandsanleihen in Frage kommen, fürs erste versorgt, während gleichzeitig, wie bereits erwähnt, die allgemeine Geschäftstätigkeit schon zurückging und sich sonach bei der privaten Wirtschaft ein etwas geringeres Kapitalbegehren zeigen mußte (vergl. vorstehende Tabelle).

Bemerkenswert ist, daß die private Wirtschaft im Jahre 1925 nur in den Monaten Januar und Dezember größere Beträge vom Ausland aufnahm, während sonst die öffentliche Wirtschaft an erster Stelle stand. Dasselbe Bild wiederholte sich 1926 im Februar und März, von Juli bis Oktober und wieder im Dezember. Im Jahre 1927 stand die Privatwirtschaft mit Ausnahme der Monate August und Dezember fortwährend an erster Stelle. Der Anteil der Privatanleihen im ersten Halbjahr 1927 betrug 85,8%, im zweiten Halbjahr 1927 etwa 74,2% sämtlicher im Ausland aufgenommenen Anleihen. 1928 hat die Privatwirtschaft nur in den Monaten März, Juni, August und Oktober den Vorrang gehabt.

Die im Ausland aufgenommenen langfristigen Anleihen stellen sich bis einschließlich Oktober 1928 auf rund 8,4 Milliarden Reichsmark. Dazu treten noch die vom Ausland hereingekommenen kurzfristigen Kapitalien, deren Höhe nicht genau feststellbar ist und sehr verschieden hoch geschätzt worden ist. Während der Prä-

Tabelle Nr .23.

Die Ausgabe von Wertpapieren im Deutschen Reich von 1924 bis 1928 (in Mill. RM.) [191])

Zeitraum	Schuldverschreibungen							Aktien	Inländische Wertpapiere insgesamt	Ausländische Wertpapiere	Insgesamt
	Oeffentlich rechtliche Körperschaften	Gemeinnütz. Körperschaften und Unternehmung.	Boden-Kreditanstalten	davon Kommunalobligationen	davon Pfandbriefe	davon Privatunternehmungen	Insgesamt				
1924	21	6	377	10	367	37	441	180	621	-	621
1925 Januar		—	97	1	96	5	102			—	
Februar	—	5	115	11	104	6	126	219	590	—	590
März		—	104	—	104	39	143			—	
April		—	106	—	106	3	109			—	
Mai	—	—	99	2	97	13	112	142	463	—	463
Juni		—	94	9	85	6	100			—	
Juli		—	60	8	52	1	61			—	
August	—	—	37	—	37	—	37	151	289	—	289
Sept.		—	37	2	37	3	40			—	
Okt.		—	55	3	52	1	56			—	
Nov.	15	17	28	1	27	1	61	149	313	—	313
Dez.		—	46	1	45	1	47			-	
1925 insges.	15	22	878	38	840	79	994	661	1 655		1 655
1926 Januar	25	—	125	25	100	1	151	44	195	—	195
Februar	8	5	95	11	84	8	116	29	145	—	145
März	55	4	109	3	106	11	179	25	204	—	204
April	232	70	258	126	132	94	654	36	690	—	690
Mai	62	4	116	23	93	28	210	35	245	—	245
Juni	6	155	129	17	112	17	307	49	356	—	356
Juli	7	2	175	37	138	110	358	98	456	—	456
August	16	80	131	37	94	—	227	98	325	—	325
Sept.	13	—	236	17	219	3	252	110	362	—	362
Okt.	44	25	210	74	136	7	296	81	367	—	367
Nov.	42	20	270	49	221	26	358	29	387	—	387
Dez.	80	1	239	46	193	17	337	264	601	—	601
1926 insges.	654	366	2 093	465	1 628	322	3 435	898	4 333		4 333
1927 Januar	58	10	224	53	171	36	328	101	429	–	429
Februar	424	—	180	70	110	103	707	88	795	–	795
März	43	—	328	80	248	26	397	190	587	–	587
April	58	—	203	27	176	16	277	148	425	44	469
Mai	6	—	189	25	164	3	198	143	341	—	341
Juni	76	—	147	19	128	4	227	141	368	—	368
Juli	28	5	117	13	104	2	152	121	273	—	273
August	5	—	102	18	84	—	107	65	172	4	176
Sept.	—	—	103	3	100	—	103	62	165	2	167
Okt.	—	—	74	7	67	2	76	109	185	3	188
Nov.	—	1	145	5	140	—	146	86	232	2	234
Dez.	—	—	134	29	105	2	136	115	251	3	254
1927 insges.	698	16	1 946	349	1 597	194	2 854	1 373	4 227	58	4 285
1928 Januar	1	1	356	47	309	7	365	50	415	—	415
Februar	38	202	164	46	118	1	405	102	507	—	507
März	44	2	141	37	104	26	213	49	262	—	262
April	90	15	164	41	123	1	270	126	396	—	396
Mai	111	4	220	107	113	–	335	146	481	—	481
Juni	87	—	129	38	91	75	291	140	431	—	431
Juli	12	—	139	33	106	2	153	186	339	–	339
August	—	—	122	26	96	3	125	67	192	—	192
Sept.	16	—	112	19	93	77	205	71	276	—	276
Okt.	41	—	143	38	105	14	198	120	318	—	318
Nov.	15	—	116	24	92	0	131	170	301	14	315
Dez.	8	–	142	33	109	76	226	95	321		321
insges.	463	224	1 948	489	1 459	282	2 917	1 322	4 239	14	4 253

[191]) Wirtschaft und Statistik, Heft 13, 1928, ff.

sident der deutschen Reichsbank sie Ende 1927 [192]) auf 5 Milliarden Reichsmark schätzte, zweifelte z. B. der deutsche Reichswirtschaftsminister diese Zahl kurze Zeit später an und nannte eine Ziffer von 2—3 Milliarden Reichsmark. Die langfristigen Anleihen sind zum Teil spätere Konvertierungen von kurzfristigen Krediten gewesen.

Auf dem inländischen Kapitalmarkt konnten im Jahre 1924 nur außerordentlich geringe Anleihen und Aktienbeträge untergebracht werden. In den ersten drei Monaten wurden noch einige Anleihen und Pfandbriefe emittiert, darunter 130 Millionen Reichsmark Pfandbriefdarlehen von Reichsbahn und Reichspost. Dann stagnierte der Anleihemarkt völlig bis zu den letzten Monaten des Jahres hin. Nur einige Pfandbriefe der Hypothekenbanken wurden abgesetzt. Nicht wesentlich anders stand es mit der Unterbringung von Aktien. Hiervon wurden jedoch im Monatsdurchschnitt noch etwa 15 Millionen Reichsmark gegenüber 20 Millionen Mark in der Vorkriegszeit 1909—1914 untergebracht. [193]) [194]) 1925 entwickelt sich der Markt etwas günstiger. Eine wesentliche Erhöhung der Emissionen tritt jedoch erst im zweiten Vierteljahr 1926 ein. Die starke Emissionstätigkeit hält in der Folgezeit an, bis im Februar 1927 mit 795 Millionen der Höhepunkt erreicht wurde. In diesem Monat kam auch die bereits erwähnte 500 Millionen-Anleihe des Deutschen Reiches auf den Markt, deren Zinssatz im August 1927 von 5 auf 6% hinaufkonvertiert wurde. Durch diese Anleihe war der Markt für mehrere Monate vorbelastet. Die Ueberlastung war um so stärker, als auch sonst ziemlich große öffentliche Emissionen an den Markt drängten. Angesichts des anerkannt wenig produktiven Zweckes verschiedener öffentlicher Anleihen muß man sich fragen, ob nicht durch das Uebermaß die allgemeine Zinsverbilligung gehemmt wurde und ob nicht die privaten Anleihen der Bindung von Arbeitskräften förderlicher wären als solche öffentliche, deren Charakter nicht einwandfrei feststeht.

Nach Emission der Reichsanleihe sank in den folgenden Monaten die Summe der untergebrachten Beträge fortwährend bis auf insgesamt 167 Millionen im September. Alsdann bahnte sich eine

[192]) In seiner Bochumer Rede „Eigene oder geborgte Währung" in der Westfälischen Verwaltungsakademie.

[193]) Wirtschaft und Statistik.

[194]) Wirtschaftskurvee der Frankfurter Zeitung, Heft 1. 1927.

leichte Steigerung wieder an, doch betrugen die Emissionen des Dezember 1927 noch nicht ein Drittel derjenigen des Monates Februar. Für Anleihen war der Markt im letzten Halbjahr 1927 fast völlig verödet. Pfandbriefe und Aktien konnten nur in verringerten Quanten untergebracht werden.

Anfang 1928 macht sich eine ziemliche Erholung bemerkbar, die auch bis zum Schluß anhält. Im August und September waren die Emissionen — saisonmäßig — am niedrigsten (vergl. auch nachstehende Tabelle).

Den größten Teil der inländischen Emissionen machen jeweils die Pfandbriefe aus. Es folgen die Emissionen der übrigen Pfandbriefe in Form von Aktien und Industrieobligationen. Der höchste Inlandsemissionsbetrag der Privatwirtschaft wurde im ersten Quartal 1927 erreicht. Es folgen die unmittelbar davor und danach liegenden Quartale. An vierter Stelle steht das dritte Quartal 1926, an fünfter Stelle das zweite Quartal 1928. Bei den öffentlichen Anleihen steht ebenfalls das erste Quartal 1927 an der Spitze. Mit einem etwas geringeren Betrage folgt das zweite Quartal 1926, alle übrigen aber reichen bei weitem nicht heran.

Die Verschiebungen im Verhältnis der Auslandszufuhr zur Deckung auf dem Inlandsmarkte gibt die weiterfolgende Tabelle bekannt (S. 158). Danach ist der öffentliche Kapitalbedarf überwiegend im Jahre 1925, im ersten Quartal 1926, im letzten Halbjahr 1927 und genau zur Hälfte im dritten Quartal 1928 auf dem Auslandsmarkt gedeckt worden. Die Privatwirtschaft bezog mit Ausnahme des letzten Quartals 1925 stets das meiste ihres Bedarfs vom inländischen Markt. In sehr starkem Maße wandte sie sich allerdings im ersten Halbjahr 1926, im letzten Halbjahr 1927 und im ersten Halbjahr 1928 dem Auslandsmarkte zu.

Allgemein ist der Inlandsmarkt verhältnismäßig am stärksten in den ersten beiden Quartalen 1925, in den letzten drei Quartalen 1926, in den beiden ersten des Jahres 1927 und dann wieder während der ersten dreiviertel Jahre 1928, insbesondere im dritten Quartal 1928, in Anspruch genommen worden. Gleichzeitig war die Zufuhr vom Ausland teils sogar absolut, teils relativ schwächer als während der übrigen Zeiten.

Tabelle Nr. 24. Deutsche Auslandsanleihen[195])

Zeitraum	Oeffentlich-rechtliche Körperschaften	Oeffentliche Unternehmungen	Kirche	Kommunalobligationen	Pfandbriefe	Banken	Private Unternehmungen	Insgesamt
1624	960,—	—	—	—	—		42,—	1 002,—
1925 Januar	—	—	—	—	—	—	134,40	134,40
Februar	—	84,—	—	—	—	—	—	84,0
März	—	—	—	—	—	—	—	—
April	—	—	1,02	—	—	—	—	1,01
Mai	—	—		—	—	—	—	—
Juni	—	—	5,44	—	—	—	—	5,44
Juli	105,—	—	1,27	—	—	—	4,00	110,27
August	36,54	—	—	—	—	—	1,25	37,79
Sept.	105,—	10,50	—	—	105,00	—	—	220,50
Okt.	48,93	25,50	—	—	—	—	29,40	103,53
Nov.	84,—	114,60	—	15,12	—	—	31,50	245,22
Dez.	—	25,20	8,77	—	—	—	290,58	324,55
1925 insges.	379,47	259,50	16,49	15,12	105,—		491,13	1 266,71
1926 Januar	18,90	—	0,45	10,80	21,—	—	117,60	168,75
Februar	15,96	33,60	8,52	63,—	—	—	10,50	131,58
März	22,—	—	23,34	—	—	—	—	45,34
April	32,40	—	0,96	—	—	—	44,90	78,26
Mai	8,40	—	0,51	20,66	—	—	108,02	137,59
Juni	1,00	75,60	13,91	—	4,00	—	147,24	241,75
Juli	60,70	27,57	0,93	—	4,00	—	36,—	129,20
August	—,50	—	—	33,60	—	—	—,25	34,35
Sept.	124,76	12 60	—	—	—	—	50,40	187,76
Okt.	42,50	12,13	1,37	—	5,00	—	—	61,00
Nov.	—	63,—	11,74	—	16,80	—	132,90	224,44
Dez.	—	109,20	2,19	—	16,00	—	11,35	138,74
1926 insges.	327,12	333,70	63,92	128,06	66,80		659,16	1 578,76
1927 Januar	—	5,04	4 53	—		—	6,35	15,92
Februar	—	—		—	—	—	30,20	30,20
März	—	—	0,37	—	35,90	—	5 16	41,43
April	—	—		—	—	—	4,50	4 50
Mai	—	—	0,51	—	—	—	50,39	50 90
Juni	15,30	—	0,98	—	—	—	16,90	33,18
Juli	83,64	10,08	1,01	—	162,80	—	131,08	388,61
August	4,20	63,—	1,21	—	43,—	—	—	111,41
Sept.	21,—	—	2,72	—	21,63	105,—	19,48	169,83
Okt.	126,00	—	2,33	—	252,—	84,—	13,52	477,85
Nov.	3,50	—	0,20	—	—	—	84,—	87,70
Dez.	—	—	0,20	—	—	—	—	0,20
1927 insges.	253,64	78,12	14,06		515,33	189,—	361,58	1 411,73
1928 Januar	—	52,50	2,89			—	—	55,39
Febraar	—	42,—	1,71	10,14	49,05	—	—	102,90
März	2,—	13,65	2,18	—	84,30	—	81,68	183,81
April	—	21,—	13.83	12,60	3,—	—	23,27	73,70
Mai	92,25	65.70	2,02	73,50	110,—	—	70,58	414,05
Juni	2,43	77,70	1,38	—	—	—	167,80	249,31
Juli	—	4,62	1,43	—	—	—	—	6,05
Aug.	—	—	0,42	—	—	—	4,20	4,62
Sept.	23,46	73,50	2,55	—	3,75	—	—	103,26
Okt.	—	10,50	1,18	—	7,94	—	14,00	33,62
Nov.	39,63	24,48		—	—	—	103,89	168,00
Dez.	16,65	33,00	2,47			—	19,32	71,44
1928 insges.	176,42	418,65	32,06	96,24	258,04		484,74	1 466,15

[195]) Wirtschaft und Statistik, Heft 13, 1928, ff.

Tabelle Nr. 25.

Deckung des Kapitalbedarfs.[196])

	Der öffentl. Körperschaften einsch. öff. Unternehmen und Kommunalobligation				Der Privatwirtschaft			
	Inland	Ausland	Inland	Ausland	Inland	Ausland	Inland	Ausland
	in Mill. ℛℳ		in %		in Mill. ℛℳ		in %	
April/Dezember 1924	37 —	—	100	—	584	42 —	93,0	6 7
1. Vierteljahr 1925	17,—	84,	16,8	83,2	573	134,40	81,4	18,6
2. „ „	11	6,55	61,1	39,9	452	—	100,—	—
3. „ „	10	258,31	3,7	96,3	279	110,25	71,7	28,3
4. „ „	37	321,82	10,3	89,7	276	351,48	42,2	57,8
1. Vierteljahr 1926	136	196,57	40 8	59,2	408	149 10	73,2	26,8
2. „ „	695	153,44	81,9	18,1	596	304.16	66,2	33,8
3. „ „	273	260,66	51 1	48,9	870	90,65	90,5	9,5
4. „ „	381	242,13	6,11	38,9	974	182,05	84,2	15,8
1. Vierteljahr 1927	738	9,94	98,6	1 4	1073	77.61	93,2	6,8
2. „ „	211	16 79	88,7	11.3	923	71,79	92,8	7,2
3. „ „	72	186,86	27 8	72,2	538	482,99	52,7	47,3
4. „ „	42	132,23	24,1	75,9	626	433,52	59,0	41,0
1. Vierteljahr 1928	418	127.07	74,8	25,2	766	215 03	78,1	21,9
2. „ „	493	362 41	57,7	42,3	815	374 65	68,4	31,6
3. „ „	106	105,98	50 0	50 0	701	7,95	98 8	1,2
4. „ „	159	128,91	81,1	18,9	786	145,15	81,6	18,4

Eine Parallelität zu den Zinssätzen ist deutlich festzustellen: Anfang 1925 wachsen die inneren Emissionen stark an und fallen gleichzeitig die Zinssätze. Es folgt die Stagnation bezw. der Rückgang der Emissionen und das gleichzeitige Ansteigen der Zinssätze bis etwa Jahresschluß, dann die weitere Zunahme der Emissionen bis zum ersten Halbjahr 1927 und das gleichzeitige Fallen der Sätze, umgekehrt wieder im zweiten Halbjahr 1927 und im Jahre 1928 die allmähliche Zunahme der Emissionen und die Stagnation der Zinssätze mit eher einer kleinen Neigung nach unten. Und es scheint, als wenn die jeweils gerade vorher aufgenommenen Auslandskapitalien geholfen hätten, für die darauf folgenden Zeiten den Inlandszins zu senken.

Daß der deutsche Kapitalmarkt in verhältnismäßig kurzer Zeit imstande war, so beträchtliche Emissionen aufzunehmen, mag etwa folgende Ursachen haben.

[196]) Errechnet aus vorstehenden Tabellen.

Ohne Zweifel liegt der innerste Grund der Anreicherung des deutschen Kapitalmarktes in der relativ großen und schnellen Zufuhr von Auslandskapitalien. Dieselben sind nicht in ihrem ganzen Umfange sofort zur Einfuhr von Waren verwandt worden, sondern es wurde ein Teil zunächst in Reichsmark umgewandelt. Diese Beträge wieder nahmen zu einem Teil die Form von Depositen an, zu einem anderen wurden sie zu Aktienkäufen auf dem Inlandsmarkt verwandt. Es scheint, als wenn zeitweise die öffentliche sowohl wie die private Wirtschaft die günstige Konstellation im Auslande benutzten, um sich vorratsweise einzudecken, sodaß die Beträge nicht sofort in der Wirtschaft verarbeitet wurden.[197]) Felix Pinner äußert sich darüber wie folgt: „Die vorläufig noch nicht investierten Beträge sind offenbar direkt oder indirekt auf dem deutschen Kapitalmarkt als Inlandskapital erschienen und zum Teil auch dort wieder in kurzfristigen, aber auch mehr oder weniger langfristigen Anleihen untergebracht worden. Es hat so gewissermaßen eine Verschachtelung des Kapitals stattgefunden, eine Doppelverwendung, manchmal sogar vielleicht eine Dreifachverwendung desselben Kapitals für verschiedene Anlagezwecke. Denn auch die auf dem Inlandsmarkte aufgenommenen Kapitalbeträge sind nur zum Teil endgültig investiert, zum anderen Teil gleichfalls wieder in den Kreislauf des Adersystems zurückgeleitet worden."[198])

Sicherlich wird diese Annahme in gewissem Umfange zutreffen, obwohl kaum anzunehmen ist, daß die Auslandsschuldner erhebliche Teile der Anleihen sehr lange unbenutzt gelassen haben. Wichtiger aber sind zwei weitere Momente, wovon das eine direkt mit den Auslandsanleihen zusammenhängt, das andere aber aus dem Innern der deutschen Wirtschaft herrührte.

Durch die Auslandsanleihen wurde nicht nur der Produktionsfonds, sondern auch der Konsumtionsfonds eines erheblichen Teiles der Volkswirtschaft wesentlich verstärkt. Das vergrößerte das Einkommen anderer Schichten, welche nun in die Lage versetzt wurden, einen Teil ihres Einkommens zu Kapitalisierungszwecken zu verwenden.

---

[197]) Vergl. Pinner: Das Wunder des Kapitalmarktes, Berliner Tageblatt v. 5. 2 .1927.

[198]) Ebenda.

Das andere Moment, das auch von Pinner erwähnt wird,[199]) ist die Rationalisierung, eine nach Art und Umfang bisher nicht gekannte Strukturveränderung der deutschen Wirtschaft. Sicherlich kostet Rationalisieren im Anfang Kapital, sogar Stillegungen können solches beanspruchen und tun es in der Regel. Aber der Sinn und Zweck der Rationalisierung besteht in der Ersparnis von Kapital einerseits und in der Mehrerzeugung andererseits. Nämlich dadurch, daß die Produktion in einer geringeren Anzahl von Anlagen und mit weniger Arbeitskräften durchgeführt, der Durchlauf der Rohstoffe durch den Produktionsprozeß schneller und die Vorratshaltung geringer wird. Die Produktivität wird dadurch größer und der zu Ersparnissen bezw. zur Kapitalisierung verwendbare Teil erfährt eine Vermehrung.

Dazu kommt nun noch, daß das Volumen der Wirtschaft im ganzen gewachsen ist und daß die alten Kapitalanlagegewohnheiten sich allmählich wieder durchsetzten.

Damit ist natürlich nicht gesagt, daß das Kapitalbedürfnis allgemein befriedigt wurde. Viele Betriebe erhielten die erforderlichen Kapitalbeträge nicht oder sehr schwer. Der Zins ist ja ein genügender Ausdruck dafür.

Noch weniger ist durch diese Tabelle ein exaktes Bild über den gesamten Kapitalzuwachs in der deutschen Volkswirtschaft gewonnen. Allerhöchstens ist die allgemeine Richtungstendenz in gewissem Umfange daraus zu ersehen. Auch wenn die Statistik wesentlich weiter ausgebaut wäre, als sie es zur Zeit ist, wäre eine exakte Berechnung kaum möglich. Das trifft sowohl für die innere Kapitalbildung wie für die Zufuhr vom Ausland sowie weiter für den Export und Reexport von Kapital zu.

Das deutsche Institut für Konjunkturforschung traute sich bisher nicht zu, die Höhe der deutschen Kapitalakkumalation ziffernmäßig anzugeben und beschränkte sich darauf, die emittierten Börsenpapiere sowie den Zuwachs der Hypotheken und Depositen bei Sparkassen und Banken zahlenmäßig anzugeben und daneben auf eine starke Vermehrung der Renten- und Arbeitseinkommen hinzuweisen. Einen Schritt weiter gegangen sind die Reichskreditgesellschaft und die Frankfurter Zeitung. Erstere sucht

[199]) a. a. O.

das Verhältnis von Erzeugung und Verbrauch ungefähr der Größe nach zu bestimmen und gibt den Unterschied unter Abzug der vom Auslande zugeflossenen Kapitalien als die innere Kapitalbildung an.[200]) Dabei ist wieder zu beachten, daß der Zufluß vom Auslande auch nur unter Betrachtung der Außenhandelsbilanz geschätzt werden kann, da die vom Auslande im Inlande getätigten Effektenkäufe, die deutschen Effektenkäufe im Auslande, die von Deutschland dem Auslande gewährten Warenkredite und teils auch die kurzfristigen Geldkredite sich der genauen statistischen Erfassung entziehen. Die Reichskreditgesellschaft schätzt die heimische Kapitalbildung auf diese Weise für 1926 auf 6,3 und für 1927 auf 7,6 Milliarden Reichsmark. Sie kennzeichnet diese Ziffern jedoch selbst als vorsichtige Annahme.

Die Frankfurter Zeitung geht dagegen bei ihrer Schätzung von dem Sparvorgang aus.[201]) Sie berücksichtigt dabei grundsätzlich alle Formen der Kapitalbildung, die Ersparnisbildung bei Banken, Sparkassen, Genossenschaften, Konsumvereine, Arbeiterbanken, bei Versicherungsgesellschaften, den Ankauf von Wertpapieren, soweit er durchs Publikum erfolgt, die Direktgewährung von Hypotheken durch Private, die Zwangskapitalbildung bei den Sozialversicherungen und die Investitionen aus öffentlichen Mitteln, insbesondere das zu Wohnbauten verwendete Hauszinssteueraufkommen. Die Schätzung umfaßt schließlich die Kapitalbildung innerhalb der Unternehmungen, die sogenannte Selbstfinanzierung aus Betriebsüberschüssen, die zumeist eine unmittelbare Erweiterung und Verbesserung der Betriebe bedeutet. Zur Vermeidung von Doppelzählungen mußten natürlich erhebliche Abstriche gemacht werden. Zu diesem Zwecke werden nun bei der Endaddition einige Beträge überhaupt nicht, andere erheblich gekürzt in Anrechnung gebracht sodaß hierin eine gewisse Reserve für Ueberschätzungen auf den anderen Gebieten enthalten ist. Die Schätzung für 1927 sieht folgendermaßen aus:

---

[200]) Berichte der Reichskreditgesellschaft.

[201]) Vergl. Welter, Erich: Wandlungen in der deutschen Kapitalbildung, Deutsche Sparkassen-Zeitung vom 20. September 1928. Referat gehalten auf einer Tagung der Vorstände des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes und seiner Mitgliedsverbände. Vergl. auch Wirtschaftskurve der Frkf. Ztg. III, 1928.

Die Guthabenvermehrung bei den Aktien- und Privatbanken, bei Girozentralen, Staats- und Landesbanken, wird nicht eingerechnet, da der Zuwachs großenteils auf Auslandsanleihen zurückzuführen war (bei den Berliner Großbanken allein schätzungsweise 1250 Millionen Reichsmark) und andererseits nicht feststand, welche Beträge aus autonomer Kreditschöpfung entstanden waren. Da aber auch diese Depositen teils auf echten Ersparnissen fußten, liegt hierin eine beträchtliche Reserve gegen Ueberschätzungen der übrigen Zahlen. Gleichfalls unberücksichtigt blieben die Zugänge bei Werk- und Bausparkassen (teils nicht erfaßbar, teils unerheblich). Voll in Rechnung gestellt wurden die Einlagenüberschüsse bei Sparkassen, Kreditgenossenschaften ländlicher und städtischer Art, Konsumvereinen und Arbeiterbanken, die Prämienzugänge bei Lebensversicherungen, die Zugänge zu den Sozialversicherungen, die Hauszinssteuer, die Hypothekarkredite nach Abzug solcher, die den Kapitalmarkt nicht berühren. Die 4,3 Milliarden Reichsmark emittierten Wertpapiere wurden mit $^3/_5$ angesetzt. Sonstige Investitionen von Reich, Ländern und Gemeinden, bei Wohnbauten dargeliehene Privathypotheken, blieben außer Ansatz. Die Unternehmungsakkumulation wurde mit 2,5 Milliarden angenommen. Daraus ergeben sich nun folgende Ersparnisziffern:

Sparkassen	1500	Millionen	ℛℳ
Städtische Kreditgenossenschaft	130	„	„
Ländliche Kreditgenossenschaften	240	„	„
Konsumvereine	75	„	„
Arbeiterbanken	50	„	„
Lebensversicherungen	265	„	„
Sozialversicherungen	600	„	„
Hauszinssteuer	850	„	„
Hypotheken	250	„	„
Wertpapieremissionen	2600	„	„
Unternehmungsakkumulation	2500	„	„
zusammen	9060	Millionen	ℛℳ

Das Sozialprodukt wird für 1927 mit rund 60 Milliarden Reichsmark angenommen. Demnach wären also rund 15% akkumuliert. Bei Ansetzung desselben Prozentsatzes für 1926 und Schätzung des Sozialproduktes auf 50 Milliarden hätte nach der Frankfurter Zeitung die Akkumulation im Jahre 1926 rund 7½ Milliarden

ausgemacht. Die Schätzung der Frankfurter Zeitung liegt somit etwas höher als die der Reichskreditgesellschaft.

Die Ersparnisse des Jahres 1928 dürften denen des Vorjahres kaum nachstehen.

Die Kapitalbildung hätte also den Stand der Vorkriegszeit Helfferichscher Schätzung (auf 8—8½ Milliarden) nominell überschritten. Unter Berücksichtigung der Auslandsanleihen ist die Versorgung der deutschen Wirtschaft 1927 und 1928 auch effektiv ebenso groß gewesen, selbst dann noch, wenn man die Reparationszahlungen in Abzug bringt. Dennoch bewegen sich auch noch im Jahre 1928 die Kapitalzinssätze ungefähr auf dem doppelten Niveau der Vorkriegszeit.

Einige Gründe wurden bereits genannt: Die Reparationszahlungen, der Wiederaufbaubedarf, der auch heute nicht voll gedeckt ist, der Zwang zu fortwährender Rationalisierung, die zwar in einzelnen Industrien in ihrem ausnahmsweise erforderlichen Umfang durchgeführt ist und jetzt nur noch Schritt zu halten hat mit der ausländischen Konkurrenz bezw. sich einen kleinen Vorsprung wahren muß, in anderen Teilen aber noch nicht nachgekommen ist. Es wurde weiter der exzeptionelle Wohnungsbedarf schon genannt. Dem ist noch hinzuzufügen: die Fehlleitung von Kapital, gekennzeichnet durch die drei Stichworte „Landwirtschaftliche Verschuldung", „Selbstfinanzierung", „Oeffentlicher Aufwand".

Es ist schwierig, aus den Statistiken ein einwandfreies Bild über die Richtung der Kredite zu erhalten. Das scheint uns auch nicht so unbedingt erforderlich zu sein, da einige bekannte Zahlen und Tatsachen u. E. schon zu gewissen Schlüssen berechtigen.

Ob allerdings die Landwirtschaft oder die Industrie oder die öffentliche Wirtschaft einen etwas größeren oder geringeren Anteil an den Krediten hatte, erscheint nicht so sehr von grundsätzlicher wie von gradueller Bedeutung. Die Hauptsache ist, daß die Kredite so verwendet werden, daß sie eine dauernde Nutzung garantieren und der volkswirtschaftlich erforderliche Effekt erreicht wird. Man kann natürlich nicht argumentieren, daß es gleichgültig sei, wie die Kredite verwandt werden, da sie doch in irgendeiner Weise der Volkswirtschaft zugute kommen würden. Denn dann gäbe es ja keine Vergeudung von Kapital. Andererseits ist es auch wieder selbstverständlich, daß der Regenerationsprozeß in der Industrie

schneller ist als in der Landwirtschaft. Ein Kapitalteil ist an sich nicht fehlgeleitet, wenn es der Landwirtschaft zugute kommt und der Regenerationsprozeß sich in mehreren Jahren vollzieht. Die Hauptsache ist, daß das Kapital nicht rein konsumtiv verwendet wird.

Nach den Erhebungen des Instituts für Konjunkturforschung[202]) betrug die Nachkriegsverschuldung der deutschen Landwirtschaft am 31. Oktober 1927.

Hypothekenschulden	2,7	Milliarden ℛℳ
Kredite von mittlerer Laufzeit	0,1	„ „
kurzfristige Kredite	2,3	„ „
Schwimmschulden	1,8	„ „
also rund	7	Milliarden ℛℳ

Zu diesen Beträgen treten noch die Aufwertungsschulden mit 3—4 Milliarden Reichsmark hinzu. Außerdem hat die Landwirtschaft eine Rentenbank-Grundschuld von 2 Milliarden zu verzinsen.

Das Bedeutungsvolle (und Bedenkliche) ist die sehr hohe Neuverschuldung innerhalb weniger Jahre, die umso eindrucksvoller ist, als die Gesamtverschuldung in der Vorkriegszeit mit etwa 15—16 Milliarden Mark beziffert wird. Seit Oktober 1927, dem Zeitpunkt, für den die vorgenannten Zahlen aufgestellt sind, ist die Verschuldung eher noch gewachsen als gefallen.

Man kann nicht annehmen, daß ein großer Teil der Hypotheken zur Sicherstellung von Erbansprüchen eingetragen ist. Vielmehr ist den Schuldnern das Kapital tatsächlich von außen zugeflossen. Man muß zugeben, daß ein Teil der Kredite lediglich zum Durchhalten aufgenommen werden mußte, sei es infolge schlechter Ernte oder wegen sonstiger ungünstiger Verhältnisse, z. B. hoher Steuern und Zinsen. Dennoch aber hätte sich die Wirkung solcher Kreditsummen nach außen in Meliorationen oder sonstiger verbesserter Produktivität stärker kundtun müssen. Allem Anscheine nach aber ist diese Folge nur bei einem kleineren Teile zu verzeichnen, während der übrige größere Teil einfach konsumtiv verwendet worden ist und so der dauernden Nutzung verloren ging. Ein Schlaglicht in dieser Richtung wirft die Ende 1928 erschienene Darstellung der Lage der landwirtschaftlichen Großbetriebe im

[202]) Die Agrarkredite, Sonderheft der Vierteljahrshefte z. Konjunkturforschung, Berlin, 1927.

Osten der Preußischen Zentralgenossenschaftskasse, worin festgestellt wird, daß ein erheblicher Teil der Großbetriebe über 100 ha, namentlich in Ostpreußen, Grenzmark, Pommern und auch Mecklenburg mit über 70% des Gesamtvermögens verschuldet sind, während andere Betriebe in denselben Gegenden sich wohl zu behaupten wußten.

Das zweite Stichwort lautete „Selbstfinanzierung". Die Kapitalbildung innerhalb der Unternehmungen ist stets ein bedeutender Faktor gewesen. Sie wird es auch weiterhin bleiben. Nach der Inflation hat sich diese Art Kapitalbildung wesentlich verstärkt. Gründe dafür waren vorhanden. Die an sich sehr knappe Versorgung des Kapitalmarktes schreckte davon ab, erzielte Gewinne auch wirklich den Aktionären zukommen zu lassen und zu Erweiterungen hinterher wieder an den Kapitalmarkt heranzutreten. Steuerliche Erwägungen, der Wunsch, das eigene Unternehmen zu entwickeln, wobei die Ertragsmöglichkeiten nicht selten überschätzt sein mögen, vielfach auch die Jagd nach den Quoten in solchen Kartellen, welche Monopolgewinne garantierten, sind weiterhin die treibenden Kräfte gewesen. Die Monopolgewinne selbst wurden dort insbesondere möglich, wo Zölle den internationalen Wettbewerb fernhielten und Kartelle und internationale Vereinbarungen auch die volle Ausnutzung der Zollmauern ermöglichten. Zement- und Eisenindustrie sind besonders deutliche Beispiele dafür. Die Kommission für den Steinkohlenbergbau hat 1928 festgestellt, daß eine Bergwerksgesellschaft, die in den letzten Jahren günstige Gewinne erzielte, diese dazu benutzte, eine erst drei Jahre vorher errichtete Kokerei durch eine noch modernere zu ersetzen. Nicht aus Gründen der Produktion, sondern, um auf Grund einer Bestimmung im Syndikatsvertrag eine höhere Beteiligungsquote zu erlangen.[203]) Man kann das „Rationalisierung" nennen. In vielen Fällen kommt es der Erzielung einer Ueberkapazität und einer Kapitalvergeudung recht nahe. Das Kapital hat anderen Unternehmen, die wahrscheinlich einen volkswirtschaftlich höheren Ertrag damit erzielt hätten, gefehlt. Es konnte in diesen anderen Industrien die erforderliche Rationalisierung nicht entsprechend durchgeführt werden. Das frei verfügbare Kapital mußte auf diese Weise knapp bezw. der Zins-

---

[203]) Frankfurter Zeitung v. 31. 12. 1928.

satz am weiteren Sinken gehindert bleiben. Weiterhin aber blieb infolge der Rückständigkeit dieser Industrien einerseits und ihrer zu teuren Belieferung andererseits ihre Produktion zu teuer. Sie büßten an Konkurrenzfähigkeit ein, die Einstellung weiterer Arbeitskräfte und damit die weitere Vermehrung des Sozialproduktes wurde nicht erreicht.

Man muß freilich zugeben, daß eine Abschreibungsquote von 10% in vielen Fällen nicht genügt und oft eine solche von 15—20% erfolgen muß, um technisch auf der Höhe zu bleiben. Auch mögen Industrien bestehen, wo auch diese Quote nicht genügt. Es scheinen aber trotzdem einige Branchen in diesem „Bauen über Betrieb" zu weit gegangen zu sein. Nicht dadurch, daß „diejenigen Unternehmungen und Personen, die Ersparnisse machen konnten, das Geld garnicht erst in Umlauf setzten ,sondern es direkt für Investitionen im eigenen Betriebe zurückhalten", [204]) ist die Klemme am Kapitalmarkt und damit der hohe Zinssatz erhalten geblieben, sondern, weil das Kapital von der nützlicheren Verwendung in anderen Betrieben ferngehalten wurde.

Das dem Betriebsüberschuß entnommene Kapital kostet, privatwirtschaftlich gesehen, keinen Zins. Je mehr Betriebsüberschüsse sich mit dem Fremdkapital mischen, um so geringer wird der Zins- und Amortisationsdienst im Verhältnis zu dem Fremdkapital. Dadurch werden Anlagen möglich, die bei Geltung des Marktzinses unterbleiben müssen.

Sicherlich wird der technische Stand der begünstigten Industrien durch die Selbstfinanzierung gebessert. Doch fragt es sich, ob nicht damit die Gefahr der Ueberkapazität in diesen Industrien und des Zurückbleibens anderer Industriezweige verbunden ist, ob nicht die Ausschaltung der Funktion des Zinses privat- und volkswirtschaftlich schädlich ist.

Das dritte Kennwort lautete „Oeffentliche Wirtschaft". Hierüber wurde bereits bei der Besprechung der 5%igen deutschen Reichsanleihe von 1927 einiges gesagt. Mit mehr oder weniger starken Einschränkungen kann dasselbe allgemein gelten. Lansburgh spricht einmal davon, daß vielfach feste Programme aufge-

---

[204]) Vossische Zeitung v. 4. 3. 1928.

stellt waren und hinterher mit allen Mitteln versucht wurde, hierfür die erforderlichen Einlagen, d. h. die erforderlichen Kapitalien heranzuziehen.[205]) Eine Kritik des öffentlichen Bankwesens soll hier nicht erfolgen, insbesondere nicht der Sparkassen, die bei den Kleingewerbetreibenden, bei der Landwirtschaft usw. tatsächliche Lücken in volkswirtschaftlich günstiger Weise ausgefüllt haben, sondern hier kommt es lediglich auf die Zeichnung jener „Programme" an.[206]) Weiter aber ist zu erwähnen die Hypertrophie, das oftmalige Durch-, Neben- und Gegeneinander in der Verwaltung und die dadurch entstehende steuerliche Belastung und die dadurch hinwiederum mitverursachte Einengung der Kapitalbildung. Man denke nur an Reichsverkehrsministerium, Reichsbahn, Reichswirtschaftsministerium, Preußisches Handelsministerium, Reichsernährungs- und Preußisches Landwirtschaftsministerium, die zum Teil jeder für sich derselben Aufgabe sich zuwenden, wodurch also in der Wirtschafts- und Verkehrspolitik eine eindeutige Zielstrebigkeit kaum erreichbar ist. Die Staats- und Verwaltungsreform spielt also auch für den Kapitalmarkt eine Rolle.

Nach der amtlichen Statistik und den Schätzungen des Hansabundes betragen von 1925 bis 1927 und voraussichtlich auch 1928[207])

in Milliarden Reichsmark	1913	1925	1926	1927	1928
Reichseinnahmen	1,6	6,8	7,1	8,4	8,8
Steuerbedarf[208]) von Reich, Ländern u. Gemeinden	4,1	10,6	10,4	12,1	12,8
Zuschußbedarf[209]) v. Reich, Ländern u. Gemeinden	5,5	11,7	12,1	12,5	13,0
Gesamtfinanzbedarf[210]) von Reich, Ländern und Gemeinden	7,3	14,5	14,6	14,9	15,6

Die Reparationsabgaben der Reichsbahn und der Industrie sowie die Rentenbankbelastung der Landwirtschaft treten noch hinzu, so daß fast ein Drittel des Volkseinkommens hiermit belegt ist. Die Hauptbelastung hat ihre Ursache natürlich in den Kriegsfolgen. Ein Teil dieser Beträge wird wohl wieder zu Kapitalisie-

---

[205]) Lansburgh, Kreditpolitik, Die Bank, 1924, S. 689 ff., vergl. auch S. 697 ff.

[206]) Das Wohnungsbauprogramm ist hier allerdings weniger gemeint.

[207]) Vergl. Frankfurter Zeitung vom 30. 12. 1928.

[208]) Einschl. Zölle und Verbrauchsabgaben .

[209]) Steuerbedarf zuzügl. Einnahmen aus Grund- und Kapitalvermögen und öffentlicher Unternehmungen.

[210]) Zuschußbedarf zuzügl. Gebühren, Fondsentnahmen, Anleihen.

rungszwecken verwendet, sei es direkt (Hauszinssteuer), sei es auf dem Umwege über die daraus entstandenen Einkommen. Doch zunächst trifft die steuerliche Belastung diejenigen Einkommensspitzen, die am ehesten zu Ersparnissen verwandt werden. Geht die Belastung über die Einkommen hinaus, so wird auch der dieses übersteigende Betrag doch meist als Einkommen verwendet, es findet ein Kapitalverzehr statt mit Preissteigerungen als Folgen.

Es möge dahingestellt bleiben, ob eine Staats- und Verwaltungsreform die Kapitalbildung sehr weitgehend beeinflussen wird, der bisherige Zustand konnte jedenfalls nicht fördernd wirken.

§ 18. Der ausländische Kapitalmarkt und der Einfluss auf den deutschen Zinsfuss.

Die bisherigen Bemerkungen über die ausländische Kapitalzufuhr bedürfen noch einiger Ergänzungen. Zunächst hinsichtlich ihrer Wirkungen auf den Inlandsmarkt. Weiterhin ist die Verfassung der Auslandsmärkte selbst kurz zu streifen. Schließlich bedarf es noch einiger Klarlegungen über die tatsächlichen Kosten der vom Ausland bezogenen Kredite.

a) Wirkungen der Auslandskredite.

Die Auslandskredite haben eine Fülle von Kontroversen und eine umfangreiche Literatur auf den Plan gerufen. Im Verlaufe der wenigen Jahre hat sich allmählich eine weitgehende Uebereinstimmung in den Anschauungen über die Wirkungen der Auslandskredite herausgebildet. Es ist hier nicht der Ort, nochmals ausführlich dazu Stellung zu nehmen. Es kann auf die einschlägliche Literatur verwiesen werden. Verfasser schließt sich Röpke und Prion an, die, von kleineren Nüancierungen abgesehen, im wesentlichen übereinstimmen.[211]) [212]) Danach besteht die Lehre von der automatischen Regelung zu Recht. Diese besagt etwa folgendes: Auslandskredite sind nichts anderes als Warenimporte. Der Kreditnehmer kauft mit dem ihm im Auslande zur Verfügung gestellten Zahlungsmitteln ausländische Waren, um sie einzuführen. Dadurch wird der inländische Warenvorrat vermehrt, was der Tendenz nach eine Preissenkung im Inlande nach sich zieht. Sofern diese Preis-

[211]) Röpke, Wilhelm: Geld und Außenhandel, Jena 1925, derselbe: Auslandskredite und Konjunktur, Schriften des Vereins f. Soz.-Pol. 173. Bd., 2. Teil, München und Leipzig 1928, S. 213 ff.

[212]) Prion, Wilh.: Auslandskredite und Inflation, Bankarchiv, XXV. Jahrg., Nr. 5, S. 69 ff., Geldmarktlage und Reichsbankpolitik, Erg.-Heft 4 der Vierteljahrshefte z. Konj.-Forschg. Berlin 1926.

senkung nur genügend groß ist, wird die Ausfuhr von (anderen) Waren nicht ausbleiben und die Rückzahlung der Auslandskredite möglich sein.

Das Bild wird nach dieser Auffassung auch nicht anders sein, wenn der Kreditnehmer sich für die ausländischen Zahlungsmittel inländische verschafft, sie entweder am freien Markt oder bei der Reichsbank in inländische Zahlungsmittel „umwandelt". Beim Verkauf auf dem freien Markt ist entweder der automatische Ausgleich schon vollzogen, wenn nämlich der Käufer der Devisen bereits entsprechende Warenmengen im Auslande gekauft hat und jetzt die Bezahlung vornimmt, oder der Ausgleich erfolgt unmittelbar durch sofortigen Kauf von Waren vonseiten des Devisenkäufers. Beim Verkauf an die Notenbank gibt diese entsprechende Markzahlungsmittel zusätzlich in Umlauf. Die Folge ist eine inländische Preissteigerung, da eine entsprechende Vermehrung des Warenvorrates, bezw. der Warenmenge, noch nicht erfolgt ist. Die Inlandspreise steigen und reizen zur Einfuhr ausländischer Waren. Verstärkt wird diese Tendenz zur Wareneinfuhr dadurch, daß gleichzeitig durch das vergrößerte Devisenangebot die ausländischen Devisenkurse sinken und die Markkurse steigen. Zur Bezahlung der Waren werden die Devisen der Reichsbank wieder abverlangt. Dadurch verringert sich der Notenumlauf wieder, die Preise sinken solange, bis das Gleichgewicht wiederhergestellt ist, bezw. durch die eindringende Auslandsware sinken die Preise weiter, bis eine lohnende Wiederausfuhr möglich wird.

Letzteres dürfte jedoch mehr dadurch erfolgen, daß die eingeführte Auslandsware eine Umstellung der inneren Wirtschaft und eine Verbilligung der Produktion zur Folge hat, wodurch die eine oder andere inländische Warengattung im Auslande konkurrenzfähig und die Rückzahlung des geborgten Kredites möglich wird. Gerade darin liegt u. E. der hohe Wert des Auslandskredites — eine entsprechend starke Dosis natürlich vorausgesetzt —, daß er letzten Endes auf die inländischen Preise drückt und die Industrie instandsetzt, zu Konkurrenzpreisen zu produzieren. Bis sich eines Tages zeigt, daß die Wirtschaft wieder imstande ist, selbst Kapital zu bilden und so die Kapitalnot behoben wird. Nicht so sehr durch die erhaltenen ausländischen Kredite selbst, als durch deren Wirkungen auf die Art der Neuproduktion und auf die Warenpreise. [213])

[213]) Vergl .hierzu Lansburgh, Kapitalmangel, Die Bank 1924, S. 252 ff.

Freilich ist dieser Mechanismus an verschiedene Voraussetzungen geknüpft, deren oberste die internationale bezw. die in den wichtigsten Ländern eingeführte Goldwährung ist, wodurch praktisch nur ein Geld für alle diese Länder besteht, nur daß in den Teilgebieten die Stückelung anders lautet (hier Mark, dort Pfund, Dollar usw.). Die weitere Voraussetzung ist, daß keine künstlichen Schranken für den Ab- und Zufluß des Geldes errichtet sind. M. a. W., daß internationale Freizügigkeit des Kapitals besteht auf Grund ausbalanzierter Devisenkurse, wobei auch die Preissysteme aufeinander eingespielt sein müssen.

Aber selbst, wenn diese Voraussetzungen erfüllt sind, bleibt für den Fall der Umwandlung von Devisen in Mark durch die Reichsbank immer noch die Tatsache bestehen, „daß zwar eine inflatorische Wirkung der Auslandskredite niemals ganz ausbleiben kann, daß sie aber sehr kurzfristig ist, da ja gerade die Zahlungsmittelvermehrung und die in ihrem Gefolge auftretende Preissteigerung jene Saugwirkung ausüben, die über kurz oder lang zu einer vermehrten Wareneinfuhr führt. Die inflatorische Wirkung der Auslandskredite ist also, soweit sie überhaupt in bemerkbarer Weise eintritt, gerade das Vehikel für die Auflösung der Auslandskredite in eine Mehreinfuhr, das somit auch in den hartnäckigsten Fällen dafür sorgt, daß die Auslandskredite an Stelle der kostspieligen Vermehrung der heimischen Geldmenge ihren volkswirtschaftlichen Endzweck, die Vermehrung des inländischen Sozialprodukts, erfüllen".[214]) Auf jenes „über kurz oder lang" aber kommt es an. Nämlich darauf, wieviel Zeit von der Einreichung der Devisen bei der Reichsbank und der damit verbundenen Umlaufsmittelvermehrung bis zum Wiederabzuge zum Zwecke der Wareneinfuhr und der damit verbundenen Kontraktion des Zahlungsmittelumlaufes vergeht und welche — inflatorischen — Wirkungen sich inzwischen gezeigt haben.[215]) Es ist eben zu berücksichtigen, daß 1924 und 1925 — obschon die Einfuhr die Ausfuhr weit überstieg, dennoch — ein großer Teil der Auslandskredite sich bei der Reichsbank niederschlug, die die Devisen zu festen Kursen hereinnahm und dagegen Marknoten ausgab, daß aber die Devisen ihr großenteils verblieben und nicht zur Bezahlung von Importen verwandt wurden. Das mußte eine Preissteigerung und nebenher

[214]) Röpke, Auslandskredite und Konjunktur, a. a. O., S. 219.
[215]) Dieses Moment wird von Lansburgh so gut wie ganz übersehen, vergl. Lansburgh, Die Bank, Hefte 10, 11 und 12 1927.

eine Zinsverteuerung — wenigstens der Tendenz nach — im Gefolge haben. Zum mindesten wurden die Zinssätze daran gehemmt, sich entsprechend schnell dem ausländischen Zinsniveau anzunähern. Natürlich wird es niemals möglich sein, statistisch festzustellen, in welchem Maße die inflationistische Wirkung der Auslandskredite, in welchem Maße die gleiche Wirkung der Vermögenssteuer und in welchem Maße sonstige Gründe für die hohen Preise maßgebend gewesen sind.

Selbstverständlich kann nicht geleugnet werden, daß die Auslandskredite — namentlich dann, als der eben gekennzeichnete Automechanismus wieder zu funktionieren begann — die deutschen Zinssätze wesentlich gesenkt haben und daß das Wiederingangkommen der Spartätigkeit überhaupt ursächlich mit ihnen zusammenhängt.

Zugegeben werden muß, daß ein Uebermaß von kurzfristigen Auslandskrediten, die plötzlich abgerufen werden können, nicht ohne Gefahr für Währung und Wirtschaft sind und ernsteste Beachtung verdienen.

Wenn wir von Wareneinfuhr und Preisfall sprechen, so muß damit notwendigerweise auch der Wirkungen auf die Einzelzweige der Wirtschaft gedacht werden. Eine genauere Untersuchung über die entsprechenden Wirkungen in den letzten Jahren fehlt. Es seien daher nur einige allgemeine Bemerkungen gemacht.

Es ist nicht unbedingt erforderlich, ja nicht einmal wahrscheinlich, daß die Einfuhr solcher Waren erfolgt, welche von dem ersten Kreditnehmer benötigt werden . Ebenso wenig muß die Einfuhr von sogenannten Produktivgütern erfolgen, wenngleich eine „produktive" Verwendung der Anleihen gesichert ist. Welche Waren eingeführt werden müssen und eingeführt werden, hängt ab von der Art der inneren Güterproduktion überhaupt, von der Organisation und den Machtverhältnissen innerhalb der Wirtschaft sowie von dem „durch die Zollpolitik modifizierten Unterschied der Preise jeder einzelnen Warengattung im In- und Auslande".[216]) Es kann auch weiter keinen erheblichen Bedenken begegnen, wenn Konsumgüter anstatt Produktivgüter eingeführt werden, wenn dadurch im Jnnern Kräfte, die bisher an der Herstellung von Konsumgütern arbeiteten, für die Produktivgüterproduktion freigesetzt — und auch dort wieder gebunden — werden. Uebergangsschwierigkeiten wird es allerdings geben. Insbesondere hat zunächst derjenige Wirtschaftszweig darunter zu leiden, dessen Produkte nunmehr dem

[216]) Röpke, a. a. O., S. 225.

Eindringen der ausländischen Konkurrenz am meisten ausgesetzt sind. Dieser Prozeß aber ist mit einigen Vorbehalten der Entwertung von Rohstoffquellen durch die Auffindung anderer ergiebigerer zu vergleichen. Möglicherweise ist ein großer Teil der Schwierigkeiten der deutschen Landwirtschaft nach 1923 auf die starke Konkurrenz durch die eingeführten Lebensmittel zurückzuführen. Es scheint jedoch, als wären hieran nicht so sehr die Auslandskredite als solche schuldig gewesen, sondern mehr noch die der bäuerlichen Landwirtschaft weniger günstigen Zölle einerseits und andererseits die von der Großindustrie mit Hilfe ihrer Kartelle wenigstens zum Teil erreichte volle Ausnutzung der Industriezölle, während die Landwirtschaft hierzu nicht fähig war.

Zu erwähnen ist auch noch, daß die Auslandskredite zweifellos ein Stimulans für die Konjunktur gewesen sind, daß sie aber diese mehr von der Konsumtionsseite närten als von der Akkumulationsseite und daß wahrscheinlich infolge dieses Umstandes im Jahre 1928 der Rückgang viel langsamer und ohne die früher beobachteten krisenartigen Ereignisse erfolgte.[217])

b) Der ausländische Zinsfuß.

1. Der Wertpapierzins.

Die Auslandsanleihen Deutschlands wären natürlich nicht möglich gewesen, wenn nicht ein Zinsgefälle nach Deutschland bestanden hätte. In dem Augenblicke nämlich, wo — allgemein gesehen — eine Anlage im Auslande einen höheren Ertrag bietet, verläßt ein Kapitalteil seinen heimischen Markt und beeinflußt den Zinsfuß des Auslandes bis zur Niveauangleichung. Daß Gefahrenmomente und die tatsächlichen und möglichen An- und Verkaufs- bezw. Uebertragungskosten dabei in Rechnung gestellt werden müssen, ist selbstverständlich. Allein aus diesem Grunde kann also schon in einem Lande dauernd ein höherer Zins herrschen als in einem anderen, ebenso wie eine Industrie oder eine Kommune innerhalb desselben Landes für eine Anleihe höhere Zinsen zahlen muß wie eine andere.

Unkosten- und Unsicherheitsmomente sind am meisten ausgeschaltet bei den Anlagen am offenen Geldmarkt, für die eigentlich nur die Gefahren der Devisenkursschwankungen bestehen. Auf diesem Gebiete findet also zunächst ein internationaler Saldierungsprozeß statt. Der Kapitalmarkt muß notwendigerweise schwer-

[217]) Vergl. hierzu Röpke, a. a. O., S. 223 ff.

fälliger und später folgen . Trotzdem muß auch hier eine gewisse Solidarität bestehen.

Bei der Betrachtung der ausländischen Zinssätze ist nun Beschränkung in mehrfacher Hinsicht erforderlich. Zunächst ist beachtlich, daß in verschiedenen Ländern noch nach der deutschen Markstabilisierung lange Zeit unsichere Währungsverhältnisse herrschten, so daß bei diesen Ländern jeder Versuch, eine Zinsangleichung statistisch festzustellen, scheitern muß. Ferner ist die Kapitalknappheit in Deutschland so stark gewesen, daß wesentliche Teile zur Ausfuhr in Gebiete höheren Zinses überhaupt nicht zur Verfügung standen. Zufällig treffen beide Punkte in weitem Maße bei denselben Ländern zu, insbesondere bei den Länder östlicher Richtung. Schließlich ist kaum anzunehmen, daß für die umgekehrte Richtung kleinere Länder, d. h. kleinere Kapitalmärkte eine entscheidende Rolle spielten. Wir betrachten daher nur westlich gelegene Länder, die für Deutschlands Zinsentwicklung entscheidender waren.

Es würde ein eitles Unterfangen sein, statistisch eine monatliche Parallelität zwischen Menge der deutschen Emissionen im Auslande und der Entwicklung des Zinsfußes im Ausland feststellen zu wollen. Sicher ist, daß allgemein ein steigender Zins im Auslande die dort für deutsche Rechnung aufgelegten Anleihen verringert. Ein besonders deutliches Beispiel bietet die Einengung des amerikanischen Kapitalmarktes im Jahre 1928 und der gleichzeitige Rückgang der dort aufgelegten deutschen Anleihen. Die Auflegung von Anleihen ist aber auch von vielen anderen Momenten abhängig, wie etwa von dem Vertrauen zum Kapital begehrenden Lande überhaupt, von politischen Einflüssen, von der Anleihepolitik selbst (Embargo) usw.

Anders dagegen steht es mit einer Betrachtung der Anleiherenditen in den einzelnen Ländern. Die nachstehende Tabelle und Kurve zeigen das Verhältnis von fünf Auslandsnotierungen und von dem Durchschnitt der deutschen Pfandbriefrente für die Jahre 1926 bis 1928. Am weitesten ist dabei der Parallelismus zwischen dem amerikanischen und dem deutschen Markt, wobei die 7%ige deutsche Dawesanleihe das Bindeglied abgibt. Zunächst ist diese Anleihe als im Auslande notiert in der Kurs- und Renditegestaltung vom ausländischen Markte abhängig. Sie ist aber gleichzeitig auch ein Spiegelbild der innerdeutschen Wirtschaft bezw. des deutschen

Kapitalmarktes, da sie von hier aus letzten Endes wieder ihren Wert erhält. Auffällig ist die allmähliche Abwärtsbewegung der Rendite bis Januar/Februar 1927 und das folgende allmähliche Ansteigen der Rendite sowohl der Dawesanleihe wie der deutschen Pfandbriefe.

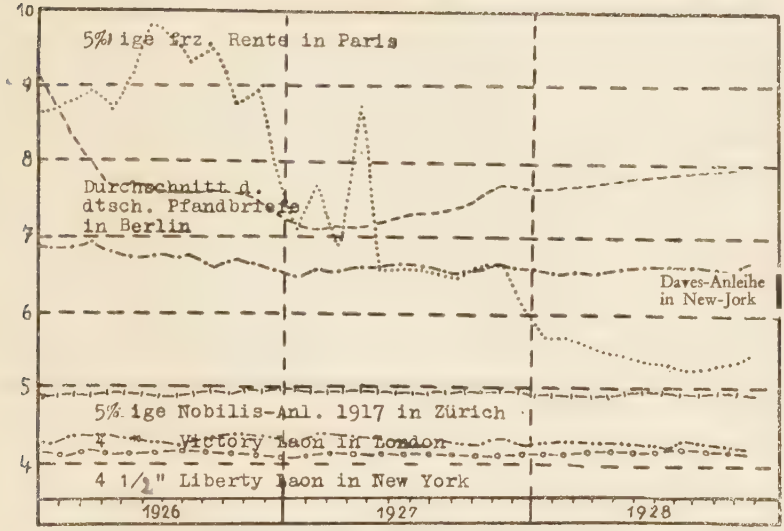
Tabelle Nr. 26.
Renditen von Staatsanleihen
in % p. a.
(ohne Berücksichtigung von Laufzeit und Rückz.-Kurs.) [218]

Monatsende	7 % Dawes-Anleihe in New-York	4¼ % Liberty Laon in New-York	4 % Victory Laon in London	5 % frz. Rente in Paris	5 % Achte hobilis-Anl. v. 1917 in Zürich
1925 Dez.	6,88	4,17	4,30	8,98	4,95
1926 Januar	6,82	4,15	4,27	8,61	4,89
Februar	6,84	4,11	4,33	8,72	4,90
März	6,90	4,16	4,34	8,90	4,90
April	6,78	4,14	4,34	8,64	4,92
Mai	6,69	4,15	4,29	9,11	4,91
Juni	6,70	4,15	4,29	9,80	4,89
Juli	6,66	4,16	4,27	9,61	4,89
August	6,66	4,17	4,29	9,31	4,91
Sept.	6,58	4,17	4,34	9,48	4,92
Okt.	6,66	4,15	4,35	8,73	4,91
Nov.	6,62	4,14	4,35	8,90	4,94
Dez.	6,57	4,12	4,34	7,82	4,95
1927 Januar	6,42	4,09	4,28	7,04	4,91
Februar	6,54	4,11	4,40	7,69	4,90
März	6,51	4,11	4,38	6,80	4,91
April	6,53	4,12	4 37	8,66	4,91
Mai	6,54	4,11	4 32	6,53	4,90
Juni	6,61	4,12	4 30	6,59	4,92
Juli	6,60	4,12	4,28	6,57	4,91
August	6,59	4,08	4,30	6,49	4,92
Sept.	6,56	4,11	4,27	6 55	4,93
Okt.	6,60	4,10	4,26	6 64	4,93
Nov.	6,63	4,08	4 30	6,62	4,95
Dez.	6,57	4 10	4 23	6 06	4,93
1928 Januar	6,54	4,12	4,25	5,69	4 91
Februar	6,50	4,12	4,30	5,70	4,91
März	6,50	4,14	4,29	5,60	4,90
April	6,50	4,15	4,27	5,46	4,91
Mai	6,52	4,17	4 26	5,46	4,93
Juni	6.59	4,18	4,22	5,34	4,96
Juli	6,57	4,21	4,21	5,34	4,93
August	6,59	4,20	4 27	5,29	4,90
Sept.	6,57	4,19	4,26	5,32	4,91
Okt.	6,56	4,21	4,24	5,34	4,93
Nov.	6,59	4 22	4,21	5,42	4,91
Dez.	6,66	4,24	4,22	5,28	4,90

[218]) Errechnet aus Nominalzins und Kurs.

Schaubild **14.**

Kredite deutscher Pfandbriefe und ausländischer Staatsanleihen.



Bei der überaus großen Stabilität des 4½%-Liberty-Loan-Kurses sind die Hebungen und Senkungen in den einzelnen Monaten sehr gering und treten in der Kurve wenig auffallend in Erscheinung. Die Rendite der Liberty-Loan, der Dawesanleihe und der deutschen Pfandbriefe sinken jedoch fast übereinstimmend von August 1926 bis Januar 1927 und steigen einheitlich von ungefähr Februar bis Juli 1927 sowie im Jahre 1928, wobei allerdings kleinere Rückschläge der in New York notierten Werte von der deutschen Pfandbrieferente nicht mitgemacht werden. Auch zwischen der Rente der 4%igen Victory-Loan in London einerseits und der Rente der Dawesanleihe sowie der deutschen Pfandbriefrente andererseits ist zeitweise eine gewisse Parallelität feststellbar, z. B. in den letzten Monaten 1926 bis Januar 1927 und wieder in den letzten Monaten des Jahres 1927. Die Wirkung des ausländischen Einflusses auf die deutsche Kursgestaltung tritt jedoch verschiedentlich nur lose in Erscheinung. Vermutlich nur sekundär auf dem Umwege über die Devisenkurse und den Geldmarkt.

Die Kursschwankungen der 5%igen französischen Rente resultieren meist aus den Wertschwankungen des französischen Franken.

Noch aus weiteren Gründen ist das Schaubild interessant, auch abgesehen davon, daß der Unterschied in dem deutschen und ausländischen Zinsniveau sehr deutlich hervortritt. Der Wertpapierzins in England, Amerika und der Schweiz ist verhältnismäßig sehr stabil, am stabilsten in der Schweiz. Der schweizerische liegt ständig 0,6—0,7%, der englische nur sehr wenig, im Höchstfalle (Februar 1927) nur 0,29% über dem amerikanischen. Während die Gesamtrichtung des englischen Wertpapierzinses von etwa Februar 1927 bis zum Schluß abwärts gerichtet ist, ist die Gesamtrichtung des amerikanischen von Herbst 1927 an aufwärts geneigt, bis ganz zum Schluß eine Kreuzung stattfindet und der englische der niedrigste Satz wird. Der französische Wertpapierzins zeigt nach der Frankenstabilisierung in den Jahren 1927/28 eine ähnliche Wiederangleichung an das internationale Niveau wie der deutsche in den Jahren 1925/26, mit dem Unterschiede jedoch, daß der französische wesentlich weiter nach unten sinkt (Tiefststand 5,29%) als der deutsche (Tiefststand 7,10%) und sich auch niedriger hält.

2. Die ausländischen Diskontsätze.

Wesentlich enger ist der Zusammenhang der internationalen Geldsätze. Hierfür ist natürlich das Risiko der Wechselkursschwankungen von entscheidender Bedeutung. Bei unsicheren Währungsverhältnissen ist die sogenannte Solidarität der Geldmärkte sehr unvollkommen. In ein Land schwankender Währung werden aus dem Ausland in der Regel nur Kapitalien in spekulativer Absicht gebracht, und das nur in beschränktem Umfange, während gleichzeitig der umgekehrte Weg zu Wertsicherungszwecken gewählt wird. Für beide Teile ist in diesem Falle der Zins nur in bescheidenem Maße der ausschlaggebende Faktor. In der Regel ist die sogenannte Kapitalwanderung dort am leichtesten, wo größere Schwankungen der Wechselkurse nicht zu befürchten sind. Besteht dagegen bei irgendeiner Währung die Aussicht, daß sie in nächster Zukunft nur im Werte steigen wird, so bedeutet dies einen sehr starken Anreiz für das Ausland, Kapitalien nach diesem Lande zu legen, d. h. Wechsel auf dieses Land zu kaufen. Zu dem höheren Zinsgenuß tritt alsdann die Aussicht auf Kursgewinn hinzu. Bei Aussicht auf Sinken der Währung tritt genau das Gegenteil ein. Bei Goldwährungen ist für die Wechselkursschwankungen in den

Goldpunkten eine Grenze gesetzt. Darüber hinaus bestimmen die Kapitalwanderungen sich nur nach den niederen oder höheren Diskont- bezw. Geldsätzen, wobei die entstehenden Unkosten natürlich zu berücksichtigen sind.

Ist in einem Lande der Diskontsatz höher als in einem anderen, so tritt von einem gewissen Punkt an — von anormalen Verhältnissen abgesehen — unter allen Umständen ein Kapitalzufluß ein, ist er niedriger, so fließt von einem gewissen Punkte an Kapital ins Ausland ab. Dadurch werden wieder die Wechselkurse affiziert. Steigt in einem Lande der Diskontsatz wesentlich über den eines anderen, so steigt im letzteren Lande der Wechselkurs des ersteren Landes dem oberen Goldpunkte entgegen, da bei umgekehrter Kursrichtung der Kapitalertrag des Geldgebers sich noch weiter vergrößern würde, als ihm der heimische Markt ihn bietet. Sinkt dagegen in einem Lande der Diskontsatz wesentlich unter den eines anderen, so sinkt im letzteren Lande der Wechselkurs des ersteren Landes dem unteren Goldpunkt entgegen und die Kapitalwanderung nimmt die umgekehrte Richtung an, bis ein Ausgleich wieder herbeigeführt ist. Bei gleichem Diskontsatz, gleichen Wirtschaftsverhältnissen und festen Währungen muß der Wechselkurs theoretisch auf pari stehen. Schwankungen in der Diskontsatzdifferenz müssen gleichgerichtete Schwankungen in den Wechselkursen nach sich ziehen und umgekehrt.[219]) Daß diese Theorie in der Praxis infolge verschiedenartigster Umstände manche Unterbrechungen erleidet, braucht nicht weiter erwähnt zu werden. Unruhige Verhältnisse bringen naturgemäß die meisten Abweichungen.

Die Jahre 1924—1928 waren noch durch manche Währungswirren gekennzeichnet. Dennoch zeigt die Gestaltung der Diskontsätze zu verschiedenen Zeiten eine gewisse Solidarität, sehr wenig allerdings die Gestaltung der offiziellen Diskontsätze, da diese großenteils durch währungspolitische Gesichtspunkte bestimmt waren. Währungswirren beeinflußten auch die Marktdiskontsätze, sodaß bei ihnen gegensätzliche Richtungen nicht selten waren. Weiterhin ist zu beachten, daß die konjunkturelle Entwicklung der einzelnen Länder nicht die Gleichmäßigkeit der Vorkriegszeit aufwies. Struk-

---

[219]) Vergl. Albert, a. a. O., S. 131 ff.

turelle Verschiebungen und Veränderungen wirkten hindernd. Die größte Gleichmäßigkeit zeigt das Jahr 1926. Jn den Jahren 1927 und 1928 läuft eigentlich nur der holländische Satz den deutschen Geldsätzen einigermaßen parallel.

Betrachtet man jedoch die Diskont- bezw. Geldsätze in Verbindung mit den Wechselkursen, so zeigt sich auch zwischen Deutschland-England und stärker noch zwischen Deutschland-Amerika eine engere Verbundenheit. Bezüglich England ist das Bild nicht völlig einwandfrei, weil das englische Pfund selbst nicht stabil war. Im Frühjahr 1925 wurde vom englischen Schatzkanzler in seiner Budgetrede die Stabilisierung des englischen Pfundes offiziell verkündet. Doch war die Bank von England noch rund 2½ Jahre lang zu Manipulationen gezwungen, da man den Außenwert (Valuta) einigermaßen dem Paripunkte anpassen wollte, der Binnenwert des Pfundes aber wesentlich niedriger lag und zwecks Vermeidung starker innerwirtschaftlicher Störungen (Preissenkungen) dem Außenwert nicht gleich angepaßt werden durfte. Immer wieder mußte die Bank von England unter entsprechender Hochhaltung des Diskontes den Pfundkurs etwas unter pari zurücksinken lassen, damit die Möglichkeit der Kurssteigerung und somit für den ausländischen Geldgeber der Anreiz bestehen blieb, weiter Kapitalien nach England zu legen, was wieder den Pfundkurs in günstigem Sinne beeinflußte. Dabei hatte auch das in England verhängte Kapitalausfuhr-Embargo in gleicher Richtung zu wirken.[220]) Aber trotz des Embargos konnte die Kapitalausfuhr nicht ganz verhindert werden, was sich bezüglich Deutschlands insbesondere von Mitte 1925 bis Januar-Februar 1926 zeigt. Für die spätere Zeit sind besonders von Juli 1926 bis Dezember 1926 Einflüsse festzustellen. Alsdann stieg der englische Pfundkurs bis zur Mitte des Jahres 1927 bezw. der Markkurs fiel, verursacht durch das in Deutschland verhängte Kapitaleinfuhr-Embargo. Hatte zu den eben genannten Zeitpunkten der englische Diskontsatz auf den deutschen erniedrigend gewirkt, so wirkte er jetzt erhöhend, anders ausgedrückt, die fehlende Kapitalzufuhr aus dem Auslande ließ den deutschen Diskontsatz steigen

---

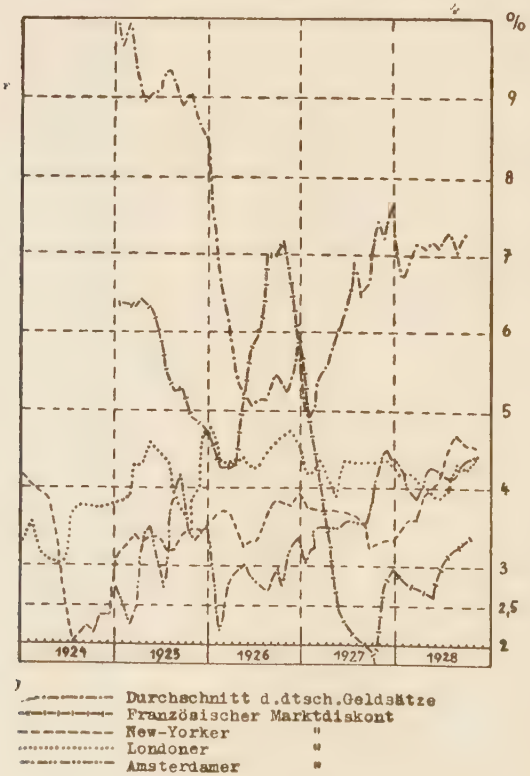
[220]) Das englische Embargo für Anleihen nach dem Auslande wurde Juli 1924 eingesetzt, April 1925 verschärft und November 1925 aufgehoben. Für die Aufhebung setzte sich auch The Economist ein. Vergl. Nr. 4285 v. 10. Oktober 1925.

Tabelle Nr. 27.

		Offizielle Diskontsätze in p. a.					Durchschnitt der Berliner Geldsätze in p. a.	Marktdiskont in Monatsdurchschnitte			
		Berlin	London	New-York	Amsterdam	Paris		London	New-York	Amsterdam	Paris
1924	Januar	10	4	4½	4½ ; 5	5½; 6	.	3,34	4,11	.	.
	Februar	10	4	4½	5	6	.	3,56	4,06	.	.
	März	10	4	4½	5	6	.	3,18	3,94	.	.
	April	10	4	4½	5	6	.	3,06	3,90	.	.
	Mai	10	4	4½ ; 4	5	6	.	3,04	3,38	.	.
	Juni	10	4	4 ; 3½	5	6	.	3,03	2,44	.	.
	Juli	10	4	3½	5	6	.	3,60	2,06	.	.
	August	10	4	3½ ; 3	5	6	.	3,79	2,11	.	.
	Sept.	10	4	3	5	6	.	3,76	2,22	.	.
	Okt.	10	4	3	5	6	.	3,72	2,18	.	.
	Nov.	10	4	3	5	6	.	3,73	2,39	.	.
	Dez.	10	4	3	5 ; 4½	6 ; 7	.	3,74	2,38	.	.
1925	Januar	10	4	3	4½ ; 4	7	9,62	3,80	3,12	2,70	6,37
	Februar	10 ; 9	4	3 ; 3½	4	7	9,96	3,83	3 22	2,22	6,37
	März	9	4 ; 5	3½	4	7	9,27	4,27	3,37	2,39	6,31
	April	9	5	3½	4	7	8,92	4,29	3,27	3,28	6,44
	Mai	9	5	3½	4	7	9,05	4,57	3,37	3,49	6,25
	Juni	9	5	3½	4	7	9,06	4,44	3,37	3,08	6,00
	Juli	9	5	3½	4	7 ; 6	9,33	4,35	3,19	2,73	5,41
	August	9	5 ; 4½	3½	4	6	9,13	3,94	3,19	3,76	5,22
	Sept.	9	4½	3½	4	6	8,89	3,68	3,34	4,12	5,28
	Okt.	9	4½ ; 4	3½	4 ; 3½	6	9,05	3,58	3,44	3,44	4,87
	Nov.	9	4	3 /2	3½	6	8,67	3,92	3,44	3 33	4,81
	Dez.	9	4 ; 5	3½	3½	6	8.56	4,68	3,44	3,46	4,78
1926	Januar	9 ; 8	5	3½ ; 4	3½	6	7,52	4,76	3,56	2,94	4,56
	Februar	8	5	4	3½	6	6,50	4,31	3 69	2,18	4,25
	März	8 : 7	5	4	3½	6	5,98	4,37	3,69	2,72	4,25
	April	7	5	4 ; 3½	3½	6	5,33	4,34	3,47	2,90	4,25
	Mai	7	5	3½	3½	6	5,15	4,36	3,24	3,01	5,19
	Juni	7 ; 6½	5	3½	3½	6	5,04	4,26	3,31	2,83	5,75
	Juli	6½ ; 6	5	3½	3½	6 ; 7½	5,11	4,26	3,31	2,76	6,00
	August	6	5	3½ ; 4	3½	7½	5,15	4,45	3,57	2,67	7
	Sept.	6	5	4	3½	7½	5,42	4,54	3,81	2'90	7
	Okt.	6	5	4	3½	7½	5,37	4,69	3,73	2,72	7,17
	Nov.	6	5	4	3½	7½	5.22	4,71	5,22	3,20	6,69
	Dez.	6	5	4	3½	7½; 6½	5,89	4,54	3,89	3,37	5,77
1927	Januar	6 ; 5	5	4	3½	6½	4,86	4,17	3,72	3,00	4,99
	Februar	5	5	4	3½	6½; 5½	5,00	4,19	3,73	3,46	4,45
	März	5	5	4	3½	5½	5,46	4,33	3,69	3,50	3,89
	April	5	5 ; 4½	4	3½	5½ ; 5	5,60	4,04	3,69	3,47	3,17
	Mai	5	4½	4	3½	5	5,96	3,88	3,69	3,46	2,46
	Juni	5 ; 6	4½	4	3½	5	6,33	4,34	3,69	3,58	2,75
	Juli	6	4½	4	3½	5	6,88	4,33	3,64	3,55	2,15
	August	6	4½	4 ; 3½	3½	5	6 45	4,33	3,21	3,45	2,04
	Sept.	6	4½	3½	3½	5	6,62	4,32	3,19	3,57	2 01
	Okt.	6 ; 7	4½	3½	3½; 4½	5	7,44	4,32	3,28	4,15	1,82
	Nov.	7	4½	3½	4½	5	7,22	4,33	3,31	4,47	2,75
	Dez.	7	4½	3½	4½	5 ; 4	7,63	4,31	3,31	4,48	2,95

	Offizielle Diskontsätze in				p. a.	Durchschnitt der Berliner Geldsätze in p. a.	Marktdiskont in Monatsdurchschnitte			
	Berlin	London	New-York	Amsterdam	Paris		London	New-York	Amsterdam	Paris
1928 Januar	7	5	3½	4½	4 ; 3½	6,65	4,19	3,42	2,95	2 81
Februar	7	5	3½ ; 4	4½	3½	6,82	4,19	3,58	3,90	2,75
März	7	5	4	4½	3½	7,14	4,12	3,58	4,15	2,72
April	7	5 ; 4½	4	4½	3½	7,10	4,02	3,88	3,64	2,62
Mai	7	4½	4 ; 4½	4½	3½	7,15	3,97	3,98	4,28	2,60
Juni	7	4½	4½	4½	3½	7,03	3,87	4,11	4,23	2 92
Juli	7	4½	4½ ; 5	4½	3½	7,35	3,99	4,42	4,11	3,12
August	7	4½	5	4½	3½	7,05	4,27	4,69	4,12	3,23
Sept.	7	4½	5	4½	3½	7,25	4,23	4,57	4,36	3,26
Okt.	7	4½	5	4½	3½	7,22	4,35	4,56	4 35	3,37
Nov.	7	4½	5	4½	3½	6,79	4,38	4,56	4 45	3,37
Dez.	7	4½	5	4½	3½	7.39	4,37	4,62	4,51	3,41

Schaubild **15.**



bezw. hinderte ihn daran, niedrig zu bleiben. Mit Aufhebung des Embargos Mitte 1927 wirkte der englische Diskontsatz bezw. die englische Kapitalzufuhr wieder erniedrigend ein bis Oktober 1927, als die deutsche Reichsbank ihren Goldankaufspreis um 6 Reichsmark pro Kilogramm heruntersetzte. Nach einigen Monaten steigenden Pfundkurses setzte jedoch im Januar 1928 wieder eine stärkere Kapitalzufuhr ein, die mit kurzer Unterbrechung im Juni bis zum Schlusse des Jahres anhielt.

Bezüglich des amerikanischen Diskontsatzes ist ein entsprechender Vergleich bis Ende 1926 nicht möglich, weil die Reichsbank bis dahin an der starren Dollarnotiz von 4,20 Reichsmark festhielt. Zu dieser Zeit war in Deutschland der Geldmarkt sehr flüssig und wurde die Diskontsatzdifferenz fortwährend geringer. Gingen aus diesem Grunde die amerikanischen Kapitalzufuhren zurück, so setzte bald das bereits genannte deutsche Embargo für Auslandsanleihen ein, welches sich hier besonders deutlich in der gegensätzlichen Richtung der Diskontsatzdifferenz und des Dollarkurses kundtut. Von Mitte 1927 an beginnt die Mark wieder gegenüber dem Dollar zu steigen, da die Kapitalzufuhr stärker wird und auch erniedrigend auf den deutschen Zins einwirkt. Im Oktober 1927 unterschreitet der Dollarkurs sogar die Parigrenze und hält sich so bis zum September 1928. Daß gegen Mai/Juni 1928 die amerikanische Kapitalzufuhr geringer wird, hängt insbesondere mit der Verknappung des amerikanischen Geldmarktes infolge des dortigen wirtschaftlichen Aufschwunges zusammen. Wenn Deutschlands Kapitaleinfuhr dennoch nicht abnahm, so lag das daran, daß die amerikanische Zufuhr durch die in der Finanzpresse oft genannte französische — auf dem Umwege über London — ersetzt wurde. Hier liegt auch im wesentlichen der Grund, daß der englische Pfundkurs sich während dieser Zeit recht niedrig hielt.

Wenn trotz der großen Kapitalzufuhr in der zweiten Hälfte des Jahres 1927 die deutschen Geldsätze eine fallende Tendenz nicht zeigen, so bedeutet das keine Widerlegung des Gesagten, da durch die in Deutschland herrschende Sonderkonjunktur der deutsche Markt sehr stark in Anspruch genommen wurde. Durch

die Kapitalzufuhr wurden die deutschen Zinssätze daran gehindert, noch stärker zu steigen, als sie es taten. Für die Gestaltung des Zinsfußes ist die wirtschaftliche Entwicklung des Landes das Primäre. Sekundär wird die sich dadurch ergebende Richtung von den internationalen Kapitalströmungen affiziert.

Ferner ist anzumerken, daß durch das Anleiheembargo Anfang 1927 die ausländische Kapitalzufuhr, insbesondere die kurzfristige, nicht abgestoppt wurde, da diese besonders von den Report- und Monatsgeldsätzen beeinflußt wird. Diese Sätze überragten damals den deutschen offiziellen Diskontsatz erheblich, da die Börsenhausse große Gewinnaussichten bot.

Tabelle Nr. 28.

Die Monatsdurchschnitte der deutschen Geldsätze waren um folgende Beträge höher als die Monatsdurchschnitte des Marktdiskontes in England und Amerika.

	London	New-York	London	New-York
	1925		1927	
Januar	5,82	6,50	0,69	1,14
Februar	6,13	6,64	0,81	1,27
März	5,0	5,90	1,13	1,77
April	3,63	5,65	1,56	1,91
Mai	4,48	5,68	2,08	2,0
Juni	4,62	5,69	1,99	2,64
Juli	4,98	6,14	2,55	3,24
August	5,19	5,94	2,12	3,24
September	5,21	5,55	2,30	3,43
Oktober	5,47	5,61	3,12	4,16
November	4,75	5,23	2,89	3,81
Dezember	3,88	5,12	3,32	4,32
	1926		1928	
Januar	2,76	3,96	2,46	3,23
Februar	2,19	2,81	2,63	3,24
März	1 61	2,29	3,02	3,56
April	0,99	1,86	3,08	3,22
Mai	0 79	1,89	3,18	3,17
Juni	0,78	2,73	3,16	2,92
Juli	0,85	1,80	3,36	2,93
August	0,70	1,58	2,78	2,36
September	0,88	1,61	3,02	2,68
Oktober	0,68	1,56	2,87	2,66
November	0,51	1,49	2,41	2,23
Dezember	1,35	2,—	3,02	2,77

Schaubild **16.**

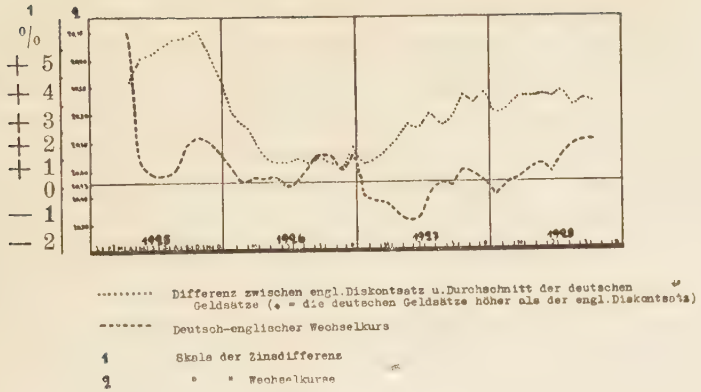
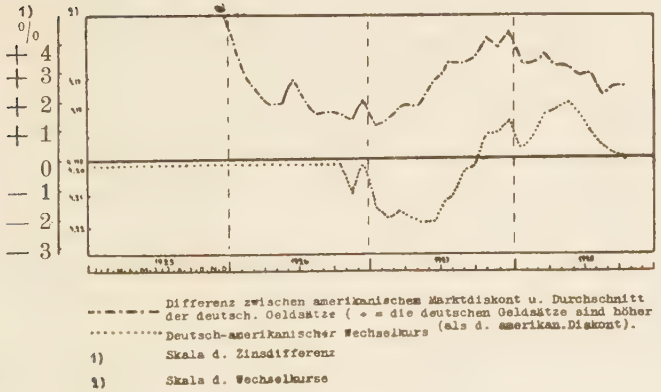


Schaubild **17.**



c) Die Kosten der deutschen Auslandsanleihen.

Der deutsche Kreditnehmer wird sich nur dann an das Ausland wenden, wenn er dort zu einem vorteilhafteren Satze abschließen kann als im Inlande, es sei denn, daß im Inlande Kapital überhaupt nicht aufzutreiben ist und das Ausland unbedingt in Anspruch genommen werden muß. In weitem Maße traf dieses ja in den verflossenen Jahren zu. Doch der zu bewilligende Zinssatz hängt auch von den im Auslande geltenden Sätzen ab. Der ausländische Geldgeber ist — theoretisch gesehen — zur Hergabe bereit, wenn ihm etwas mehr als im Inlande und außerdem eine entsprechende Ver-

gütung für das mögliche größere Risiko geboten werden. Die Einigung wird auf einer gewissen mittleren Linie erfolgen. Doch erscheinen die für die deutschen Auslandsanleihen aufzubringenden Lasten nicht gerade gering und denen in Deutschland nicht weit nachstehend.[221])

Es ist, wie auch bei den inländischen Anleihen, bei den Auslandsanleihen zu unterscheiden zwischen dem Ertrag, welchen der Käufer der Anleihe für sein hingegebenes Kapital erzielt und zwischen den Lasten, welche der Anleiheschuldner aufzubringen hat. Läßt sich jener aus Nominalzins, Ausgabekurs, Laufzeit und Rückzahlungskurs verhältnismäßig leicht bestimmen, so sind diese von den mannigfachsten Nebenumständen abhängig und im voraus in manchen Fällen vom Anleiheschuldner selbst kaum zu bestimmen.

Der Nominalzins der deutschen Auslandsanleihen bewegte sich zwischen 5 und 7½%. Der 5%ige Typ wurde nur in wenigen Fällen angewandt (z. B. 5%ige Hamburger Schatzscheine von 1927). Bis Juli 1926 betrug der Nominalzins durchweg 7%, von da ab bis Ende 1926 meist 6%, im Jahre 1927 meist 6 und 6½%, in einigen Fällen 5½%, im Jahre 1928 6, 6½ und 7%, bei einigen Kirchenanleihen in Holland auch 8%. Im Jahre 1928 ist im ganzen wieder eine Steigerung bemerkbar.

Der Zeichnungspreis betrug 84½ bis 101%. 69 in Amerika aufgelegte Anleihen der Jahre 1924 bis 1927 kosteten im Durchschnitt 94,18%.

Maßgebend für die Rente des Käufers ist nun der Ausgabekurs, die Laufzeit, der Rückzahlungspreis, die Möglichkeit eines Umtausches in Aktien wie auch sonstige Nebenabreden. Letztere waren jedoch verhältnismäßig selten.

Für 55 amerikanische Anleihen errechnet Kuczynski einen Ertrag von 5,67—8,38% für den Käufer. Die Jahre 1924 und 1925 waren die teuersten. U. a. wird die Rendite der 7%igen Dawesanleihe (Ausgabekurs 92, Rückzahlungskurs 105, Laufzeit 25 Jahre) mit 8,17% angegeben.

---

[221]) Die nachstehenden Zahlenangaben stützen sich im wesentlichen auf R. Kuczynski, American Loans to Germany, New York. The Macmillan Company, 1927. K. behandelt eigentlich nur die amerikanischen Auslandsanleihen Deutschlands, die allerdings etwa zwei Drittel aller deutschen Auslandsanleihen ausmachen.

Unbestimmt ist der Ertrag, wenn der zu zahlende Zins von der Höhe der Aktiendividende der betreffenden Gesellschaften abhängig gemacht ist. So haben Siemens-Halske-Schuckert zugestanden, für jedes 7% übersteigende weitere Prozent Dividende auf 1000 Dollar der 6½%igen Anleihe (aufgelegt September 1926) an den Inhaber 3⅓ Dollar draufzuzahlen. Noch unbestimmter wird der Ertrag bei der Möglichkeit des Umtausches von Anleihen in Aktien. Allerdings besteht gerade darin das spekulative Moment und der Anreiz, solche „convertible bonds" zu erwerben. Von der Rheinstahl-Aktiengesellschaft war den Käufern der im Frühjahr 1925 zu 97% aufgelegten Amerikaanleihe (Erlös 92%) ursprünglich für 1929 das Recht zugestanden, auf je Goldmark 1300 „convertible Bonds" Reichsmark 1000 Rheinstahlaktien zu beziehen. Die Möglichkeit des Umtausches wurde aber schon 1927 gewährt. Innerhalb zwei Jahren konnten auf diese Weise die Erwerber der Anleihen zunächst das Disagio verdienen und obendrein die Differenz zwischen dem Erwerbskurse der Aktien von 130% und dem damaligen Börsenkurse von 215% sicherstellen und somit den ansehnlichen Gewinn von rechnerisch 88% der Zinseinnahme von 7½% hinzufügen — ein glänzendes Geschäft für sie, ein sehr schlechtes für die Rheinstahlaktionäre, obgleich diese Transaktion für die Gesellschaft buchmäßig einen Gewinn ergab.[222]) Auch bei der Deutsch-Luxemburgischen Bergwerksgesellschaft wurde schon beim Uebergang auf die Vereinigten Stahlwerke die Konversion vorgenommen. Freilich sind das Ausnahmefälle.

Gestaltet sich die allgemeine Bestimmung der tatsächlichen Erträge für die Zeichner der Anleihe infolge der verschiedenen möglicherweise eintretenden Dinge schon schwierig, so wird es fast zur Unmöglichkeit, die tatsächliche Belastung des Schuldners zu berechnen. Die Unkosten der Begebung sind nicht gering. Das Uebernahmekonsortium selbst verlangt seine Provision, die in Amerika weit verzweigte Absatzorganisation erhält dazu durchschnittlich drei Punkte, es sind Stempelsteuern im Schuldner- wie im Gläubigerlande zu zahlen, die Kosten der Hypothekbestellung, die Herstellungskosten der Titel, die Publikationskosten usw. Kein Wunder, wenn der Uebernahmekurs bis zu mehr als 15 Punkten

---

[222]) Frankfurter Zeitung v. 24. 2. 1927.

unter dem Zeichnungskurs lag. Zu diesem Ergebnis führte eine Durchsicht von Bilanzen solcher Unternehmen, welche Auslandsanleihen aufnahmen, da die Berechnung auf direktem Wege nicht möglich war, weil die amerikanischen Banken im Gegensatz zu den englischen nur selten die Uebernahmekurse bekannt geben. Wenige Stichproben seien hier wiedergegeben.

Die Juli 1926 ausgegebene 7%ige Anleihe von 1¼ Millionen Dollar der Oberpfälzischen Elektr. Kraftwerke, 20jährige Laufzeit, wurden angeboten zu 97½%. In der Bilanzübersicht per 31. Dezember 1926 führt die Gesellschaft als Anleihekosten 928 000 Reichsmark gleich 220 952 Dollar an. Der Nettoerlös betrug also nur 82,32%, also 15,18 Punkte unter Ausgabekurs.

Die im Februar 1925 aufgelegte 20 Jahre laufende 7%ige 15 Millionen Dollaranleihe der Sächsischen Werke wurden angeboten zu 92%. In der Bilanz vom 31. Dezember 1925 berichtet die Gesellschaft, daß auf den Nominalwert von 63 Millionen Reichsmark ein Disagio von Reichsmark 9 269 740,71 entfalle. Die Gesellschaft erlöste 85,29%, d. h. 6,71 Punkte unter Ausgabekurs.

Die im November 1925 aufgelegte 10 Jahre laufende 7%ige Anleihe von 4 Millionen Dollar der Hamburger Elektrizitätsgesellschaft wurde angeboten zu 95½%. Im Bericht per 30. Juni 1926 steht zu lesen, daß der Verkaufspreis der Gesellschaft 89⅛% betrug. Doch in der Bilanzübersicht desselben Berichtes werden vom Pariwert von 16,8 Millionen Reichsmark 2 047 972,07 Reichsmark als „Disagio und Kosten" ausgewiesen. Der Nettoerlös betrug also 87,81%, d. h. 7,69 Punkte unter Ausgabekurs.

Die im April 1926 aufgelegte 20 Jahre laufende 7%ige 7½ Millionen-Dollaranleihe der Ilseder Hütte wurde angeboten zu 94%. Im Bericht per Ende 1926 führt die Gesellschaft als Anleihekosten einen Betrag von Reichsmark 4 604 992,47 an. Der Nettoerlös betrug demnach 85,38%, d. h. 8,62 Punkte unter Ausgabekurs.

Wird auf diese Weise der Erlös der Anleihen gemindert, so bringt der Schuldendienst außer den Zinsen noch allerhand Nebenkosten mit sich, wie etwa die Kosten der Börseneinführung, die Unterhaltung eines Uebertragungs- und Registrieramtes, die Entschädigung des Zahlungsagenten und der Treuhänder.

Manchmal müssen die zu zahlenden Zins- und Tilgungsbeträge eine geraume Zeit vor Fälligkeit angeschafft werden (bei Leipziger Ueberlandkraftwerke z. B. 6 Monate vorher), wofür in der Zwischenzeit ein geringer Zins vergütet wird.

Verschiedentlich mußten auch Optionen auf Unterbringung weiterer Anleihen zu im voraus festgesetzten Bedingungen zugestanden werden.

Schließlich war die Politik der deutschen Reichsbank nicht gegangen werden, die mit der Anleihe an sich nichts zu tun hatten.

Die geschätzte Durchschnittsbelastung von jährlich 10% des Reinerlöses dürfte nicht zu hoch gegriffen sein. Die Verbilligung gegenüber dem Inlandszins war also nicht so beträchtlich, wie es häufig den Anschein hatte.

§ 19. Reichsbankpolitik und Zinsfuss.

Schließlich war die Politik der deutschen Reichsbank nicht der geringfügigste Faktor für die Gestaltung des deutschen Zinsfußes. Der Reichsbankpräsident Dr. Schacht definierte die Diskontpolitik vor dem Enquete-Ausschuß am 21. 10. 1926 wie folgt: „Die Politik der Reichsbank besteht darin, daß man die natürlichen Verhältnisse rechtzeitig konstatiert und durch die Festsetzung des Diskonts in einer Weise ausnützt, daß diese Diskontfestsetzung selbst für den Zinsmarkt vorbildlich und anspornend wird, so daß dadurch vernünftige wirtschaftliche Tendenzen gefördert und unvernünftige zurückgedrängt werden.“ [223]) Damit ist gesagt, daß für die Zinsgestaltung primär die jeweilige wirtschaftliche Lage maßgebend ist und daß durch die Politik der Reichsbank sekundär auf den Zins eingewirkt werden kann, freilich so, daß der Gang der Wirtschaft wiederum selbst beeinflußt wird.

Die Grundlinien deutscher Diskontpolitik wurden von Dr. Schacht folgendermaßen formuliert: „Das erste Indizium ist selbstverständlich gegeben in der Notendeckung. . . Ein zweites Indizium ist die Gestaltung der Devisenkurse, ein drittes die Umlaufs-

[223]) v. Mellerowicz, Die Stellung der Reichsbank am deutschen Geldmarkt, Bankwissenschaft, 4. Jahrgang, Heft 15, November 1927. Seite 551.

menge der gesamten Zahlungsmittel, ein weiteres die Entwicklung des Preisniveaus und damit zusammenhängend als seine Folge auch des Lohnniveaus. Ein ferneres Indizium sind die unabhängig von der Reichsbank sich entwickelnden Zinssätze auf dem kurzfristigen Anleihemarkt. Ein weiteres Indizium ist die Transferierung, die Transaktionen, die sich in spekulativer Weise in der Wirtschaft vollziehen, auf dem Waren- und auf dem Effektenmarkt, wie auch in der Produktion." [224])

Es geht natürlich nicht an, sämtliche Dinge chronologisch von 1924 bis 1928 hier zu verfolgen. Einerseits würden sich Wiederholungen ergeben, andererseits das Typische kaum zum Ausdruck kommen.

Im theoretischen Teil führten wir bereits aus, daß mit Hilfe der Zentralnotenbankpolitik meist nur ein Einfluß, allerdings wechselnden Ausmaßes, weniger die Herrschaft auf dem Kapitalmarkte zu erreichen sei. Auch schon vor dem Kriege genügte die einfache Diskontpolitik nicht mehr. Trotz 7%igen Diskonts erfuhr die Reichsbank Ende 1907 Goldabzüge. Die Diskontpolitik mußte ergänzt werden durch die Devisenpolitik und durch die sogenannten „open market operations". In viel stärkerem Maße waren nach der Inflation besondere Maßnahmen der Reichsbank erforderlich.

Schon vor dem Kriege mußte durch das fortwährende Anwachsen des bargeldlosen Zahlungsverkehrs allein die Wirksamkeit der Diskontpolitik mehr und mehr versagen. Namentlich für die erste Zeit eines konjunkturellen Anstieges ist die sonstige Kreditorganisation imstande, Kreditexpansion zu treiben, ohne daß die Reichsbank daran etwas ändern könnte. Erst allmählich wird sie stärker in Anspruch genommen. Aber auch dann kann die Diskontpolitik allein die weitere Kreditausweitung nicht hindern, da nämlich in vielen Fällen der Diskont nicht genügend zurückdämmend wirkt. Heute befinden sich die Kassen der Einzelnen in noch stärkerem Maße bei den Banken, diese wieder verlassen sich auf die Zentralnotenbank („Einreservesystem"). Die Konzentration ermöglicht es den Kreditinstituten, ihre Mittel weit längerfristig anzulegen, ebenfalls der bargeldlose Zahlungsverkehr. Und überdies ist noch Kreditausweitung in weitem Maße möglich. Die Bardeckung bei den Banken ist ständig zurückgegangen (vergl. oben).

---

[224]) Deutsche Bergwerkszeitung v. 6. 1. 1929.

Der vor dem Kriege verhältnismäßig sichere Kompaß „Goldbestand und Devisen" war in der Nachkriegszeit nicht in gleichem Maße zuverlässig. Die freie Einlösbarkeit der Noten gegen Gold fehlte. Die metallische Grundlage der Währung war nicht annähernd gleich derjenigen von 1913. Der Goldbestand der Reichsbank selbst betrug 1913 zwar nur 1068 Millionen Mark und der Devisenbestand 208 Millionen Mark. Doch die gesamte metallische Grundlage betrug rund 4 Milliarden. Der Gold- und Devisenbestand der deutschen Reichsbank gestaltete sich in den Jahren 1924—1928 folgendermaßen: in Millionen Reichsmark:

	1924	1925	1926	1927	1928[225])
Ende Januar	522	1175	1758	2043	2250
„ März	520	1406	2059	2143	2209
„ Juni	518	1493	1909	1960	2429
„ September	634	1568	2210	2097	2673
„ Dezember	1075	1695	2438	2240	2884

Im Verkehr war Gold so gut wie garnicht vorhanden. Die metallische Deckung war demnach wesentlich geringer als in Vorkriegszeiten.

Es gab weiter kein erprobtes Verhältnis für den Bedarf an Umlaufsmitteln.

Andere Verhältnisse erforderten Anwendung anderer Mittel. Selbstverständlich versuchte die Reichsbank, ihre Politik zum Besten der deutschen Volkswirtschaft einzurichten und einzuwirken durch direkte wie indirekte Maßnahmen. Die Grenzen zwischen beiden mögen flüssig sein. Zu den indirekten Maßnahmen wird man aber wohl die Diskontpolitik selbst im engeren Sinne und die Kreditrestriktion rechnen können, zu den direkten Maßnahmen die sogenannten „open market operations" sowie autoritäre und Administrationsmaßnahmen.

Die Diskontpolitik bedeutet eine allgemeine Einwirkung auf die Volkswirtschaft, ohne daß bestimmte Personen oder Wirtschaftszweige davon betroffen werden. Sie ist eine Wirkung ins Generelle. Die Diskontpolitik erwies sich in den letzten Jahren gewissermaßen als zweischneidiges Schwert. Ihre Grenzen wurden deutlich sichtbar. Auf eine prägnante Formel gebracht ergab sich folgendes Problem: Es galt hindurchzusteuern zwischen der Szylla des Ueber-

225) Vergl. Reichsbankausweise.

maßes an Auslandskrediten und Goldzufuhr (bei relativ hohem Diskont) und der Charybdis der zu großen Wechseleinreichung (bei relativ niedrigem Diskont). Ergänzungsmaßnahmen waren notwendig. Die nächstliegende war die Devisenkursmanipulierung. Die weitere war die Kreditrestriktion in ihren drei Spielarten, der speziellen, welche ständig stattfindet, indem jeder ein bestimmtes Wechselkontingent hat, der generellen, welche April 1924 eingesetzt wurde, und der willkürlichen in Form der schärferen Wechselauslese, z. B. im zweiten Halbjahr 1927. Weitere Maßnahmen waren die open market operations mit Hilfe öffentlicher Gelder sowie der — zwar mißlungenen — Ausgabe von Solawechseln im Jahre 1926. Endlich wurden autoritäre Maßnahmen angewandt: Einwirkung auf die Bankkonditionen, Anlage öffentlicher Gelder zu bestimmten Zwecken, Veröffentlichung von Zwei-, später Einmonatsbilanzen, Kontrolle über Aufnahme von Auslandsanleihen.

Die Zinsentwicklung ist ohne Betrachtung der Reichsbankpolitik nicht ganz verständlich. Obwohl verschiedene Dinge schon berührt wurden, sei noch folgendes erwähnt.

Während Anfang 1924 die ersten 2 Milliarden Rentenmark infolge der Verlangsamung des Zahlungsmittelumlaufes vom Verkehr aufgenommen werden konnten, wurden die weiteren Kredite als Kapital verwendet und mußten preissteigernd wirken. Es besteht kaum noch ein Zweifel darüber, daß die Kreditrestriktion im April 1924 notwendig wurde und das damals einzig anwendbare Mittel war. Eine Diskonterhöhung hätte damals spekulative und wirtschaftlich schädliche Geldanforderungen nicht zurückgedrängt, wohl aber wirtschaftlich wichtige Betriebe am Weiterarbeiten gehindert. Es wurden zwar enorme Zinssteigerungen am freien Markte beobachtet, doch durch die Kreditrestriktion kamen Waren an den Markt, fielen die Preise und wurde hinwiederum der Kreditbedarf geringer, so daß die Zinssätze allmählich fallende Tendenz zeigten.

Am 3. Juni 1924 konnte erstmals eine volle Zuteilung von Devisen erfolgen, die teils aus den Verstecken herauskamen und wofür auf der anderen Seite die Konzertanmeldungen nachließen. Infolge dieser Umstände sowie infolge der allmählich hereinkommenden Auslandsanleihen konnte die Reichsbank ihre Kreditsperre nach und nach lockern und Ende 1925 ganz aufheben, als auch die wirtschaftliche Lage depressiv geworden war und aus diesem Grunde

die Anforderungen zurückgingen. Während der gleichen Zeit vergrößerte sich jedoch der Notenumlauf weiter infolge Hereinnahme von Devisen. Prion bemerkt hierzu, daß die Restriktion auch nur dadurch einigermaßen tragbar war.

Inzwischen war die Reichsbank bemüht, die öffentlichen Gelder, vor allem diejenigen der Post, der Bahn und des Finanzministeriums bei sich zu konzentrieren. Hier waren jedoch oft große Widerstände zu überwinden. Die Reichsbank hat mit Hilfe dieser Gelder den Privatdiskontmarkt wieder aufgebaut. Von der Depressionszeit Ende 1926 abgesehen blieb sie bis 1927 hin auf dem Privatdiskontmarkte jedoch fast alleiniger Geldgeber. Jedenfalls waren die „privaten" Kapitalien dieses Marktes äußerst gering. So waren die Zinsfestsetzungen des Privatdiskontmarktes letzten Endes nur von der Reichsbank abhängig und damit eigentlich willkürlich. Den Beweis haben u. E. die Ende 1926 emittierten Solawechsel erbracht — von den geplanten 100 Millionen Reichsmark wurden etwa zwei Drittel untergebracht —, deren Abdeckung später einige Schwierigkeiten bereitete.

Der schlimmsten Kreditnot suchte die Reichsbank in einzelnen Fällen durch Sonderaktionen abzuhelfen.

Nebenher versuchte die Reichsbank bei den Kreditinstituten nicht nur auf Senkung der Debetsätze, sondern auch auf Verringerung der Spanne zwischen Debet- und Kreditsatz hinzuwirken. Hierzu sei auf die früheren Ausführungen verwiesen.

Nicht zuletzt ist auch das Wiedererscheinen von Zweimonatsbilanzen seit Februar 1925 und die Aufstellung von Monatsbilanzen seit Februar 1928 auf die Bemühungen der Reichsbank zurückzuführen. Sie erstrebt hiermit eine bessere Kontrolle über den Geldmarkt.

Man wird jedoch zugeben müssen, daß durch die beiden letztgenannten Maßnahmen eine Verbesserung der Kapitalverhältnisse im allgemeinen nicht erzielt werden konnte. Höchstens waren sie geeignet, den vielleicht möglichen Mißbrauch einer Machtstellung zu verhindern und auf schärfere Auslese unter den Kreditnehmern hinzuwirken.

Bezüglich der Devisenkurse hielt die Reichsbank bis Oktober 1926 an der Zwangsnotierung von 4,20 Reichsmark für den Dollar fest (Geldkurs zuletzt 4,195, Briefkurs 4,205). Alles Angebot an De-

visen wurde aufgenommen, alle Nachfrage gestillt. Es war dies der Reichsbank möglich, da infolge der hereinkommenden Auslandsanleihen das Angebot an Devisen im Ganzen größer war.

Lange Zeit war der Reichsbank ein Devisenzustrom einigermaßen erwünscht. Sie konnte dadurch ihren Devisendeckungsfonds erhöhen und einen Teil in Gold umwandeln und auf diese Weise wieder einen Goldschatz ansammeln. Als jedoch im Herbst 1927 das Devisenangebot fortwährend stieg und die Gefahr eines zu hohen Notenumlaufes drohte (am 4. Oktober 1927 erreichte er 6¼ Milliarden Reichsmark, welche Summe damals als sehr hoch angesehen wurde), schlug die Reichsbank die entgegengesetzte Taktik ein. Sie verwies das Hauptdevisenangebot an den offenen Markt und nahm nur ausnahmsweise von öffentlichen Stellen Devisen herein. Gleichzeitig setzte sie ihren Goldankaufspreis von dem bisherigen Satz von 2790 Reichsmark je kg auf den gesetzlichen Preis von 2784 Reichsmark herab. Dadurch wurde ein Mehrfaches erreicht.

Die Aufnahme eines Kredites hat nur dann einen Sinn, wenn derselbe auch in irgendeiner Form wirtschaftlich nutzbringend angewandt wird. Einen langfristigen hochverzinslichen Kredit aufzunehmen und ihn alsdann kurzfristig zu billigem Zins wieder an irgend jemand weiterzugeben, bedeutet mindestens einen finanziellen Verlust und kann sich nur unter gewissen Bedingungen rechtfertigen lassen. Die Auslandsdevisen aus den Auslandskrediten wurden der Reichsbank gegen Hergabe von Reichsmark dargeboten. Eine Devisenansammlung bei der Reichsbank ist nichts anderes als daß die von der deutschen Wirtschaft langfristig aufgenommenen Anleihen dem Auslande zu niedrigeren Sätzen kurzfristig wieder zur Verfügung gestellt werden. Dadurch ergab sich zunächst ein Zinsverlust für die deutsche Volkswirtschaft, eine Zusammenballung kurzfristiger Gelder am Auslandsmarkte, die in New York zeitweise 2—4 Milliarden Dollar insgesamt betrugen sowie eine übermäßige Inanspruchnahme der deutschen Notenbank, besser gesagt, eine übermäßige Zahlungsmittelausweitung gegen Hereinnahme von Devisen mit unerwünschter Preissteigerung. Durch das Ablehnen weiterer Devisenmengen seitens der Reichsbank mußten diese wesentlich schneller ihrem eigentlichen Zweck, in Form von Waren die deutsche Volkswirtschaft anzureichern, zugeführt werden, da der

Verkauf gegen Mark weitere Gewinnmöglichkeiten nicht bot. Die weitere Folge mußte eine Preisverbilligung im Inlande sein, aus doppeltem Grunde: einmal, weil die Verbilligung der Devisen einen Ankauf gegen Mark wieder lohnend machte, um auf diese Weise möglichst viel billige Waren im Auslande erstehen zu können, wodurch also der Notenumlauf sich verminderte, sodann, weil die größere Menge von Waren ebenfalls in der Richtung auf Preisverbilligung wirkte. Die Folgen mußten also sein:

tatsächliche sofortige Ausnutzung der Auslandskredite,

Umlaufsmittelverringerung im Inlande,

Preisverbilligung im Inland und Angleichung an das ausländische Niveau.

Diese Folgen machten sich auch tatsächlich bald bemerkbar.

Zur Abschwächung von Ultimoschwankungen hat die Reichsbank verschiedentlich einen erheblichen Teil Wechsel über das sonst übliche Maß aufgenommen und auch Lombardkredite gewährt. Insbesondere trifft dies für das Jahresende 1927 zu. Wahrscheinlich wäre die Anspannung des offenen Marktes wesentlich stärker gewesen, wenn die Reichsbank in dieser Weise nicht ausgeholfen hätte.

Ob die Reichsbank in allen Fällen die richtige Politik verfolgte, steht hier nicht zur Diskussion. Das kann aber nicht hindern, auf die Folgen der Politik hinzuweisen, mochten sie vermeidbar sein oder nicht.

Infolge der teils generellen, teils willkürlichen Kreditrestriktion der Reichsbank wurde die Tendenz, daß verschiedene Kreise sich selbst zu sichern versuchten und auf diese Weise eine Art Nebenmärkte entstanden, wenn nicht verursacht, so doch mindestens verstärkt. Auf diese Weise kamen zuzeiten erhebliche Mittel stoßweise an den offenen Markt, die dann nach kurzer Zeit zurückgezogen wurden. Diesen Anforderungen war der Markt dann oft nicht gewachsen, wodurch sich Unsicherheiten nicht nur auf diesem offenen Markt, sondern auch wieder für die Reichsbank ergaben.

Die Reichsbank verfolgte alles in allem eine Politik billigen Zinses, ließ aber viele Ansprüche unbefriedigt, auch solche, denen die Berechtigung nicht immer ohne weiteres abgesprochen werden konnte.

Auch für die Devisenkursgestaltung und die internationale Kapitalwanderung und Zinsangleichung war die Politik der Reichsbank nicht ohne Belang. Indem sie zeitweise sämtliches Devisenmaterial aufnahm und zeitweise das Angebot an den offenen Markt verwies, ergab sich die Wahrscheinlichkeit von Devisenkursschwankungen, die in Vorkriegszeiten kaum vorkamen. Eine Spanne zwischen 4,18 und 4,22 Reichsmark für den Dollar bedeutet ungefähr eine Differenz von 1%.[226]) Der ausländische Geldgeber mußte daher mit der Möglichkeit rechnen, daß sein gegebenes Kapital nach einem Vierteljahr um 1% entwertet war, d. h. etwa 4% pro Jahr. Aus diesem Grunde ist oft verlangt worden, daß der deutsche Geldnehmer die Valuta garantiere. Andererseits war es wieder verständlich, daß eine größere Differenz zwischen dem Auslands- und dem Inlandszins bestehen blieb.

[226]) Lansburgh, Die Bank, 1928, S. 121.

Schluß.

§ 20. Zusammenfassung und Ausblick auf die weitere Zinsfussgestaltung.

Damit ist nun deutlich geworden, daß zu verschiedenen Zeiten ganz verschiedene Momente den stärkeren Einfluß auf die Zinsgestaltung ausübten. Das anfängliche Absinken der Kurve war im wesentlichen dem Nachlassen der Inflationspsychose bezw. den festeren Währungsverhältnissen zuzuschreiben. Durch die Vergrößerung des Geldumlaufes und durch die nachfolgenden Auslandsanleihen wurde die Wirtschaft wieder angeregt und stellten sich die üblichen Wellenbewegungen wieder ein, wenn auch in anderer Weise als in Vorkriegszeiten. Nun aber bestimmten die Wellenbewegungen in der Hauptsache die Gestaltung des Zinsfußes, während nebenher Auslandsgelder und Reichsbankpolitik sowie das wachsende innere Kapitalangebot modifizierend auf den Zinsfuß wirkten. Am Ende der Betrachtungsperiode hat der Zinsfuß in Verbindung mit der Abwärtsrichtung des Geschäftszyklus wieder eine sinkende Tendenz. Mag diese auch einige Zeit anhalten, es sprechen aber Reparationszwang, fortschreitender Wiederaufbaubedarf und immer noch herrschende Kapitalarmut dafür, daß an eine erhebliche dauernde Senkung nicht zu denken ist, zumal auch im Auslande die Zinssätze auf einem höheren Niveau liegen als in Vorkriegszeiten.

Lebenslauf.

Am 21. Juli 1900 wurde ich als Sohn des Landwirts Josef Schulte in Döthen, Kreis Bersenbrück, in der Provinz Hannover geboren. Ich bin katholischer Konfession. Bis Ostern 1912 besuchte ich die Volksschule. Am 2. März 1920 erhielt ich das Reifezeugnis des Realgymnasiums Quakenbrück. Anschließend trat ich bei der Oldenburgischen Landesbank Filiale Quakenbrück in die Lehre und wurde auch zeitweise bei der Filiale Jever i. Old. beschäftigt. Seit Sommersemester 1923 studierte ich Nationalökonomie und zwar zunächst 2 Semester an der Technischen Hochschule in München, die beiden folgenden Semester an der Universität in München und anschließend an der Universität Münster. Am 28. Juli 1926 legte ich vor dem volkswirtschaftlichen Prüfungsamt der Universität Münster das volkswirtschaftliche Diplomexamen ab. Die mündliche Prüfung zur Promotion fand statt am 14. März 1930. Seit Mai 1928 bin ich Geschäftsführer der Siedlungsgenossenschaft „Emsland" e. G. m. b. H. in Lingen-Ems.